Office national de l'énergie
National Energy Board

Motifs de décision

Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc.

RH-1-2008

Mars 2009

Coût du capital

Canada

Office national de l'énergie

Motifs de décision

Relativement à

Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc.

Coût du capital pour 2007 et 2008

RH-1-2008

Mars 2009

Autorisation de reproduction

Le contenu de cette publication peut être reproduit à des fins personnelles, éducatives et/ou sans but lucratif, en tout ou en partie et par quelque moyen que ce soit, sans frais et sans autre permission de l'Office national de l'énergie, pourvu qu'une diligence raisonnable soit exercée afin d'assurer l'exactitude de l'information reproduite, que l'Office national de l'énergie soit mentionné comme organisme source et que la reproduction ne soit présentée ni comme une version officielle ni comme une copie ayant été faite en collaboration avec l'Office national de l'énergie ou avec son consentement.

Pour obtenir l'autorisation de reproduire l'information contenue dans cette publication à des fins commerciales, faire parvenir un courriel à : info@neb-one.gc.ca

Permission to Reproduce

Materials may be reproduced for personal, educational and/or non-profit activities, in part or in whole and by any means, without charge or further permission from the National Energy Board, provided that due diligence is exercised in ensuring the accuracy of the information reproduced; that the National Energy Board is identified as the source institution; and that the reproduction is not represented as an official version of the information reproduced, nor as having been made in affiliation with, or with the endorsement of the National Energy Board.

For permission to reproduce the information in this publication for commercial redistribution, please e-mail: info@neb-one.gc.ca

© Sa Majesté la Reine du Chef du Canada 2009
représentée par l'Office national de l'énergie

N° de cat. NE22-1/2009-3F
ISBN 978-1-100-90696-6

Ce rapport est publié séparément dans les deux langues officielles. On peut obtenir cette publication sur supports multiples, sur demande.

Demandes d'exemplaires :
Bureau des publications
Office national de l'énergie
444, Septième Avenue S.-O.
Calgary (Alberta) T2P 0X8
Courrier électronique : publications@neb-one.gc.ca
Fax : 403-292-5576
Téléphone : 403-299-3562
1-800-899-1265

Des exemplaires sont également disponibles à la bibliothèque de l'Office
(rez-de-chaussée)

Imprimé au Canada

© Her Majesty the Queen in Right of Canada 2009 as represented by the National Energy Board

Cat No. NE22-1/2009-3E
ISBN 978-1-100-11699-0

This report is published separately in both official languages. This publication is available upon request in multiple formats.

Copies are available on request from:
The Publications Office
National Energy Board
444 Seventh Avenue S.W.
Calgary, Alberta, T2P 0X8
E-Mail: publications@neb-one.gc.ca
Fax: 403-292-5576
Phone: 403-299-3562
1-800-899-1265

For pick-up at the NEB office:
Library
Ground Floor

Printed in Canada

Table des matières

Liste des figures ii
Liste des tableaux iii
Liste des annexes iii
Sigles et abréviations iv
Glossaire vi
Exposé et comparutions xi

1. Introduction 1
1.1 Contexte 1
1.2 La demande 2

2. Norme du rendement équitable 5
Opinion de l'Office 6

3. Demande de révision et de modification de la décision RH-2-94 8
3.1 Procédure de révision de l'Office 8
3.2 Contexte 9
3.2.1 Utilisation de la formule RH-2-94 9
3.2.2 Changements survenus dans le contexte commercial, les marchés financiers et la conjoncture économique en général 10
3.3 Démarches suggérées 12
3.3.1 Coût moyen pondéré du capital après impôt 12
3.3.2 Formule RH-2-94 et démarches similaires 13
Opinion de l'Office 16

4. Mise en oeuvre de la méthode du CMPCAI 23
4.1 Méthodes du coût des capitaux propres 23
4.2 Coût de la dette 26
4.3 Structure du capital 26
4.4 Taux d'impôt sur les bénéfices des entreprises 28
Opinion de l'Office 28

5. Risque commercial 32
5.1 Risque à court terme et risque à long terme 32
5.2 Risque d'approvisionnement 33
5.3 Risque de marché 37
5.4 Risque de concurrence 40
5.4.1 Combustibles de rechange 41
5.4.2 Marché concurrentiel et risque d'exportation pour PNGTS 43
5.5 Risque d'exploitation 45
5.6 Risque de réglementation 46
Opinion de l'Office 49

6. **Interprétation de l'information sur le rendement des sociétés repères sélectionnées** 57
6.1 Pertinence des comparaisons avec les rendements américains 57
6.1.1 Intégration des marchés des capitaux canadiens et américains 58
6.1.2 Contexte réglementaire au Canada et aux États-Unis 59
6.2 Preuve sur les rendements réglementaires 65
6.2.1 Rendements négociés au Canada 65
6.2.2 Rendements litigieux au Canada 67
6.2.3 Rendements litigieux aux États-Unis 67
6.3 Preuve sur les rendements du marché financier 68
6.3.1 Description des échantillons 68
6.3.1.1 Services publics canadiens 69
6.3.1.2 SDL de gaz 71
6.3.1.3 Pipelines de SCO 71
6.3.1.4 Estimations de M. Booth 72
6.3.2 Activités non réglementées dans les données de marché découlant des échantillons sélectionnés 72
Opinion de l'Office *73*

7. **Rendement équitable de TQM pour 2007 et 2008** **80**
7.1 Rendement total 80
7.2 Rendement total et structure du capital 82
7.3 Rajustement du coût structurel de la dette 84
Opinion de l'Office *85*

8. **Dispositif** **91**

Liste des figures

1-1 Carte du réseau de TQM 4
3-1 Démarche globale d'établissement de la norme du rendement équitable au moyen du CMPCAI 20
3-2 Démarche par composante de la norme du rendement équitable au moyen de la formule RH-2-94 21
5-1 Demande de gaz naturel au Québec par secteur 39
5-2 Volumes au Canada et volumes à l'exportation de TQM, selon le scénario de base 54
7-1 Illustration des composantes et de leur influence sur la décision de l'Office concernant le rendement total de TQM pour 2007 et 2008 87

Liste des tableaux

3-1 Évolution des conditions du marché : 1994, 2001 et 2008 11
5-1 Débits estimatifs des approvisionnements en gaz de TransCanada 35
5-2 Estimation de TransCanada du potentiel ultime du gaz naturel 35
6-1 Coût du capital établi d'après la preuve des témoins experts 69
7-1 Résumé des rendements recommandés pour TQM pour 2007 et 2008 81
7-2 Incidence sur les produits de 2008 moyennant un CMPCAI de 6,9 % 83

Liste des annexes

I Décision 1 – 30 septembre 2008 92
II Décision 2 – 2 octobre 2008 94
III Décision 3 – 7 octobre 2008 95

Sigles et abréviations

ACG	Association canadienne du gaz
ACIG	Association des consommateurs industriels de gaz
ACPP	Association canadienne des producteurs pétroliers
Alliance	Alliance Pipeline Ltd.
BSOC	bassin sédimentaire de l'Ouest canadien
Canaport	terminal méthanier Canaport
CCPG	comité canadien du potentiel gazier
CMPC	coût moyen pondéré du capital
CMPCAI	Coût moyen pondéré du capital après impôt
Dawn	carrefour Dawn
DBRS	Dominion Bond Rating Service
Dth	décatherme
Enbridge	Pipelines Enbridge Inc.
EUB	Energy and Utilities Board de l'Alberta*
FERC	Federal Energy Regulatory Commission (États-Unis)
FMA	flux monétaires actualisés
Gaz Métro	Société en commandite Gaz Métro
Gm^3	milliard de mètres cubes
GNL	gaz naturel liquéfié
Gpi^3	milliard de pieds cubes
Loi	*Loi sur l'Office national de l'énergie*
M&NP	Maritimes & Northeast Pipeline
MEAF	modèle d'évaluation des actifs financiers
MEDAF	modèle empirique d'évaluation des actifs financiers
MH	méthane de houille

* Scindé en deux organismes distincts le 1er janvier 2008, l'Energy Resources Conservation Board et l'Alberta Utilities Commission.

Mm^3/j	million de mètres cubes par jour
Moody's	Moody's Investor Services
Mpi^3/j	million de pieds cubes par jour
Office ou ONÉ	Office national de l'énergie
Ontario	ministre de l'Énergie de l'Ontario
pb	point de base
PIB	produit intérieur brut
PNG	Pacific Northern Gas Ltd.
PNGTS	Portland Natural Gas Transmission System
PRCP	prime de risque sur capitaux propres
PRM	prime de risque de marché
RCA	taux de rendement du capital-actions ordinaire
Régie	Régie de l'énergie
réseau principal	réseau principal de transport de gaz naturel de TransCanada
S&P	Standard & Poor's
SCO	société en commandite ouverte
SDL	société de distribution locale
Spectra	Spectra Energy Transmission
Tpi^3	billion de pieds cubes
TQM	Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc.
Trans Mountain	Trans Mountain Pipe Line Company Ltd.
TransCanada	TransCanada PipeLines Limited
TRI	taux de rendement interne
Union	Union Gas Limited
VAN	valeur actualisée nette
Westcoast	Westcoast Energy Inc., exploitée sous la dénomination sociale Spectra Energy Transmission

Glossaire

Amortissement comptable	Charge hors caisse imputée aux résultats pour radier le coût d'un bien pendant sa vie utile estimative.
Année d'essai	Période prospective de 12 mois employée pour établir les taux.
Base tarifaire	Montant de l'investissement duquel il est permis de tirer un rendement. Comprend habituellement la valeur nette des installations en service et une provision pour le fonds de roulement.
Besoins en produits	Coût total de prestation du service, comprenant les charges d'exploitation et d'entretien, l'amortissement comptable et financier, les impôts et le rendement sur la base tarifaire.
Bêta	Indice mesurant le niveau de risque systématique d'un titre, qui permet d'estimer la variation plus ou moins grande du cours d'une action par rapport au marché lorsqu'il fluctue.
Carrefour Dawn	Point d'échange situé dans le sud de l'Ontario, où plusieurs pipelines se rencontrent pour former un centre de commerce.
Cote de solvabilité	Cote attribuée par une agence de notation, qui reflète la solvabilité de l'émetteur.
Coût du service	Coût total de prestation du service qui comprend les charges d'exploitation et d'entretien, l'amortissement comptable et financier, les impôts et le rendement de la base tarifaire.
Coût structurel de la dette	Coût historique moyen pondéré de l'encours de la dette à long terme.
Critère de l'intégrité financière	Critère de la norme du rendement équitable parmi d'autres suivant lequel le rendement d'un service public réglementé doit permettre à l'entreprise réglementée de préserver son intégrité financière.
Critère de l'investissement comparable	Critère de la norme du rendement équitable parmi d'autres suivant lequel le rendement d'un service public réglementé doit être comparable à celui que rapporterait le capital investi dans une entreprise présentant un risque analogue.

Critère de l'effet d'attraction des capitaux	Critère de la norme du rendement équitable parmi d'autres d'attraction des capitaux selon lequel le rendement d'un service public réglementé doit permettre à ce dernier d'attirer des capitaux additionnels à des conditions raisonnables.
Flux monétaires actualisés (FMA)	Méthode servant à estimer le coût du capital-actions ordinaire, fondée sur les dividendes escomptés des actions de la société et une estimation du taux de croissance des dividendes à venir.
Formule RH-2-94	Formule employée pour calculer le taux de rendement du capital-actions ordinaire de certaines sociétés pipelinières réglementées par l'ONÉ, et établie lors de l'instance RH-2-94, modifiée pour éliminer l'arrondissement des chiffres.
Gaz classique	Gaz naturel se trouvant dans l'espace poral d'un réservoir et qui est produit au moyen d'un puits de forage exploité à l'aide de techniques connues de dilatation du gaz naturel ou d'une pression exercée par un aquifère sous-jacent.
Gaz de réservoir étanche	Gaz naturel non classique piégé dans l'espace poral d'une roche qui présente une perméabilité ou une capacité de circulation inférieure à la normale.
Gaz de schistes	Gaz non classique dont les molécules sont principalement piégées à la surface de la matière organique contenue dans une roche mère composée de schiste argileux à grain fin.
Gaz non classique	Gaz naturel dans une roche réservoir qui requiert une force supplémentaire pour le faire circuler, soit qu'il est piégé dans la matrice, qui peut être composée, par exemple, de charbon, de glace ou de schiste argileux, soit que le réservoir présente une porosité et une perméabilité anormalement faibles.
GH-1-97	Instance de l'ONÉ relative au projet de prolongement vers PNGTS de TQM (Motifs de décision datés d'avril 1998).
Méthane de houille	Gaz naturel non classique retenu dans une matrice formée de couches de charbon.
Méthode des impôts exigibles	Méthode qui consiste à estimer les impôts sur les bénéfices exigibles pour un exercice donné en fonction du revenu imposable plutôt que du revenu comptable.

Modèle d'évaluation des actifs financiers (MEAF)	Une des méthodes utilisées pour estimer le coût des capitaux propres, où l'on compare le rendement et les risques associés aux actions d'une société à ceux de l'ensemble du marché.
Modèle empirique d'évaluation des actifs financiers (MEDAF)	Méthode servant à estimer le coût des capitaux propres, où l'on compare le rendement et les risques associés aux actions d'une société à ceux de la moyenne du marché. Cette méthode repose sur une courbe du marché des valeurs mobilières qui tente de faire concorder plus étroitement les résultats des essais empiriques avec ceux du MEAF (ordonnée à l'origine plus élevée et pente plus faible).
Norme du rendement équitable	Norme qui doit être prise en compte au moment d'établir le rendement permis à une société réglementée; elle comprend le critère de l'investissement comparable, le critère de l'intégrité financière et le critère de l'effet d'attraction des capitaux.
Point de base (pb)	Unité correspondant à un centième de un pour cent, utilisée en rapport avec les taux d'intérêt ou le taux de rendement du capital-actions.
Potentiel ultime	Expression se rapportant aux ressources commercialisables estimatives qui seront mises en valeur dans une région une fois les travaux d'exploration et de développement terminés, compte tenu des horizons géologiques de la région, des techniques connues et des conditions économiques. Comprend la production cumulative, les réserves restantes et les futurs ajouts aux réserves après élargissement et révision des gisements existants ainsi qu'après découverte de nouveaux gisements.
Prime de risque de marché	Prime de risque sur capitaux propres pour le marché dans son ensemble (la prime correspond à l'écart entre le rendement du capital-actions prévu pour l'ensemble du marché et un taux hors risque).
Rendement de la base tarifaire	Rendement qu'une société réglementée réalise sur la base tarifaire approuvée.
Ressources économiques	Portion des ressources techniques pouvant être mise en valeur de façon rentable dans les conditions économiques prévues.

Ressources techniques	Ressources estimatives de gaz naturel tenant compte des perspectives géologiques dans une région ou un bassin donnés ainsi que des prévisions technologiques. Elles constituent la somme de la production cumulative (portions déjà produites), des réserves (portions découvertes mais non produites) et des ressources futures (portions non encore découvertes), toutes étant exprimées en volumes commercialisables. Les volumes commercialisables des ressources futures sont déterminés par l'application des facteurs de récupération et de perte en surface aux gisements découverts dans le passé.
RH-2-2004	Instance de l'ONÉ relative à la demande visant les droits et tarifs du réseau principal de TransCanada pour 2004 (Motifs de décision datés de septembre 2007 – Phase I; Motifs de décision datés d'avril 2005 – Phase II).
RH-2-94	Instance de l'ONÉ relative au coût du capital des sociétés pipelinières (Motifs de décision datés de mars 1995).
RH-4-2001	Instance de l'ONÉ relative à la demande concernant un rendement équitable pour le réseau principal de TransCanada en 2001-2002, plus particulièrement sur le coût du capital du réseau principal (Motifs de décision datés de juin 2002).
Risque commercial	Risque inhérent à la nature d'une activité commerciale particulière (par opposition au risque financier). Dans le cas des pipelines, il englobe ordinairement le risque d'approvisionnement, le risque de marché, le risque de réglementation, le risque de concurrence et le risque d'exploitation.
Risque d'approvisionnement	Risque que la disponibilité matérielle de ressources économiques en gaz naturel affecte la capacité d'un pipeline de générer des produits.
Risque d'exploitation	Risque auquel la capacité de générer des produits est exposée en raison de facteurs techniques et opérationnels.
Risque d'investissement	Somme des risques commerciaux et financiers d'une entreprise.
Risque de concurrence	Risque commercial qui résulte de la concurrence qui s'exerce aux deux extrémités d'un réseau pipelinier, soit du point de vue des approvisionnements et de celui des marchés.

Risque de marché	Risque commercial qui tient à la taille globale du marché et à la part du marché qu'une société pipelinière réussit à capter.
Risque de réglementation	Risque auquel la capacité d'un élément d'actif de générer des produits est exposée en raison du mode de réglementation de la société.
Risque financier	Risque inhérent à la structure du capital d'une société; il augmente à mesure que la proportion de la dette s'accroît.
Structure du capital présumée	Structure du capital théorique utilisée à des fins d'établissement des droits, qui peut être différente de la structure du capital réelle de la société.
Structure du capital	Composition du financement d'une entreprise; elle s'exprime généralement par une ventilation, en pourcentage, des types de capitaux employés.
Tarif	Modalités suivant lesquelles une société pipelinière offre ou fournit des services, y compris les droits, les règles et règlements, ainsi que les pratiques qui s'appliquent à des services particuliers.
Taux d'utilisation	Taux déterminé en divisant le débit d'un réseau par la capacité nominale d'un pipeline et exprimé en pourcentage.
Valeur comptable	Montant d'un article tel qu'il figure dans les livres comptables et les états financiers.

Exposé et comparutions

CONFORMÉMENT À la *Loi sur l'Office national de l'énergie* (la *Loi*) et à ses règlements d'application;

RELATIVEMENT À une demande en date du 17 décembre 2007, présentée par Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc. (TQM) aux termes du paragraphe 21(1) et de la Partie IV de la *Loi*;

ET RELATIVEMENT À l'ordonnance d'audience RH-1-2008 de l'Office national de l'énergie, en date du 22 janvier 2008.

DEMANDE ENTENDUE à Montréal, au Québec, les 23, 24, 25, 26, 29 et 30 septembre 2008 et les 1er, 2, 3, 6, 7 et 8 octobre 2008; et à Calgary, en Alberta, les 20, 21 et 22 octobre 2008;

DEVANT :

G. Caron	Membre présidant l'audience
R. George	Membre
G.A. Habib	Membre

Comparutions	**Sociétés ou organismes**	**Témoins**
C.K. Yates, c.r. L.-A. Leclerc D. Langen	Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc.	S. Brett P. Cabana P.R. Carpenter J.J. Dueck A.M. Engen R.K. Girling A.L. Kolbe W.A. Langford P.J. Murphy B. Otis S. Pohlod J.H. Vander Weide M.J. Vilbert
N.J. Schultz	Association canadienne des producteurs pétroliers	L.D. Booth J.D. Miller A. Safir
L.E. Smith, c.r.	Association canadienne du gaz	
P. Jeffrey	Association des consommateurs industriels de gaz	L.D. Booth P.G. Dottori M. Newton J.-B. Trahan
L.E. Smith, c.r.	ATCO Utilities	

V. Regnault	Société en commandite Gaz Métro
P.M. Keys	TransCanada PipeLines Limited
L.E. Smith, c.r.	Union Gas Limited
E. Sweet	ministre de l'Énergie, Province de l'Ontario
M.A. Fowke	Office national de l'énergie
M.A. Yuzda	Office national de l'énergie

Chapitre 1

Introduction

1.1 Contexte

Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc. (TQM) exploite des installations de transport de gaz naturel en qualité de *mandataire*[1] de Société en commandite Gazoduc TQM, dont la Société en commandite Gaz Métro (Gaz Métro) et TransCanada PipeLines Limited (TransCanada) sont les commandités.

Les installations de TQM sont situées au Québec et s'étendent d'un point de raccordement avec le réseau principal de TransCanada à Saint-Lazare jusqu'à un point situé près de Québec, dans la Municipalité de Lévis sur la rive sud du fleuve Saint-Laurent, et de Terrebonne, au nord de Montréal, à East Hereford sur la frontière séparant le Québec de l'État du New Hampshire, où elles se raccordent au réseau Portland Natural Gas Transmission System (PNGTS). Pour la carte du réseau, voir la figure 1-1.

Avant 1995, l'Office national de l'énergie (l'Office ou l'ONÉ) a généralement approuvé les droits des sociétés pipelinières sur la base du coût annuel du service calculé pour une année d'essai future. Normalement, le coût du capital d'une société pipelinière est examiné dans le cadre d'une demande tarifaire fondée sur le coût du service.

À l'automne 1994, l'Office a tenu l'instance sur le coût du capital des sociétés pipelinières (RH-2-94). Dans sa décision RH-2-94[2], l'Office a approuvé un taux de rendement du capital-actions ordinaire (RCA) pour une société pipelinière repère à faible risque et de haute qualité, qui était fondé principalement sur le critère alors dit de la prime de risque de l'avoir des actionnaires. Le RCA a été établi pour la société pipelinière repère à 12,25 % pour l'année d'essai 1995. L'Office a également adopté une formule prévoyant le rajustement annuel du RCA (formule RH-2-94).

La décision RHW-1-94[3] concernant la demande tarifaire de TQM pour 1995 et la décision RH-2-94 ont établi les droits définitifs de TQM pour 1995. De même, la décision RHW-1-96[4] concernant la demande tarifaire de TQM pour 1996 et la décision RH-2-94 ont établi les droits définitifs de TQM pour 1996.

---

1 La personne qui donne la procuration s'appelle le *mandant* et celle qui l'accepte, le *mandataire*. La procuration est un contrat par lequel une personne en désigne une autre pour la représenter, agir en son nom, dans l'accomplissement d'un acte juridique avec une tierce personne. Voir http://www.justice.gouv.qc.ca/francais/publications/générale/procurat-a.htm#definitions

2 Office national de l'énergie, Motifs de décision RH-2-94, TransCanada PipeLines Limited et al., Coût du capital, mars 1995 [ci-après l'instance RH-2-94].

3 Office national de l'énergie, Motifs de décision RHW-1-94, Gazoduc Trans Québec & Maritimes Pipeline Inc., Droits pour 1995, avril 1995.

4 Office national de l'énergie, Motifs de décision RHW-1-96, Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc., Droits, mai 1996.

Dans l'instance RHW-1-97[5], l'Office a approuvé les droits de 1997 et un règlement pluriannuel sur les droits tels que présentés par TQM, et il a ordonné que les dispositions du Règlement pluriannuel sur les droits exigibles servent à déterminer les besoins en revenus nets de TQM et les droits en découlant pour 1997. Le Règlement pluriannuel sur les droits de TQM valait pour une période de cinq ans, soit du 1er janvier 1997 au 31 décembre 2001. En 2001, l'Office a approuvé une prolongation de cinq ans du Règlement, soit jusqu'au 31 décembre 2006. Dans le cadre de ces règlements, le RCA était régi par la formule RH-2-94.

En 2007, TQM a fonctionné sous le régime des droits provisoires qui avaient été établis au niveau des droits de 2006. Depuis le 1er janvier 2008, TQM fonctionne sous le régime des droits provisoires révisés, qui ont été établis sur la base des conditions d'un règlement partiel pour la période allant de 2007 à 2009 et approuvés par l'Office par la voie de l'ordonnance TGI-04-2007 du 20 décembre 2007.

Dans une lettre datée du 19 novembre 2007, TQM a présenté une demande par laquelle elle sollicite l'approbation d'un règlement partiel de trois ans constituant une entente avec les parties intéressées sur toutes les questions touchant les besoins en produits pour la période comprise entre le 1er janvier 2007 et le 31 décembre 2009, exception faite du coût du capital. La demande de règlement partiel faisait partie du processus de dépôt en trois étapes établi par TQM pour déterminer les droits applicables sur son réseau. Les trois étapes sont :

- la demande de règlement partiel, excluant le coût du capital;
- la demande de droits provisoires pour 2008;
- la demande relative au coût du capital pour 2007 et 2008.

TQM a indiqué qu'elle ferait une demande visant les droits définitifs pour 2007 et 2008 après qu'une décision aura été rendue concernant le règlement partiel et la demande relative au coût du capital pour une durée de deux ans. L'Office a approuvé la demande de règlement partiel le 4 septembre 2008. Quant au coût du capital pour 2009, il doit être déterminé par voie de négociations entre TQM et les parties, faute de quoi le litige sera porté devant l'Office, qui tranchera.

1.2 La demande

Le 17 décembre 2007, TQM a demandé à l'ONÉ d'approuver le coût du capital à employer dans le calcul des droits définitifs exigibles au titre des services de transport fournis à ses clients pendant la période comprise entre le 1er janvier 2007 et le 31 décembre 2008. Aux termes du paragraphe 21(1) de la *Loi sur l'Office national de l'énergie* (la *Loi*), TQM demandait la révision et la modification de :

- la décision RH-2-94;
- l'ordonnance TG/TO-1-95 de l'ONÉ, datée du 16 mars 1995[6];

---

5 Office national de l'énergie, Motifs de décision RHW-1-97, Gazoduc Trans Quebec & Maritimes Inc., Droits de 1997 et règlement pluriannuel sur les droits, avril 1997.

6 Extrait de la décision RH-2-94, précité note 2, à la p. 38.

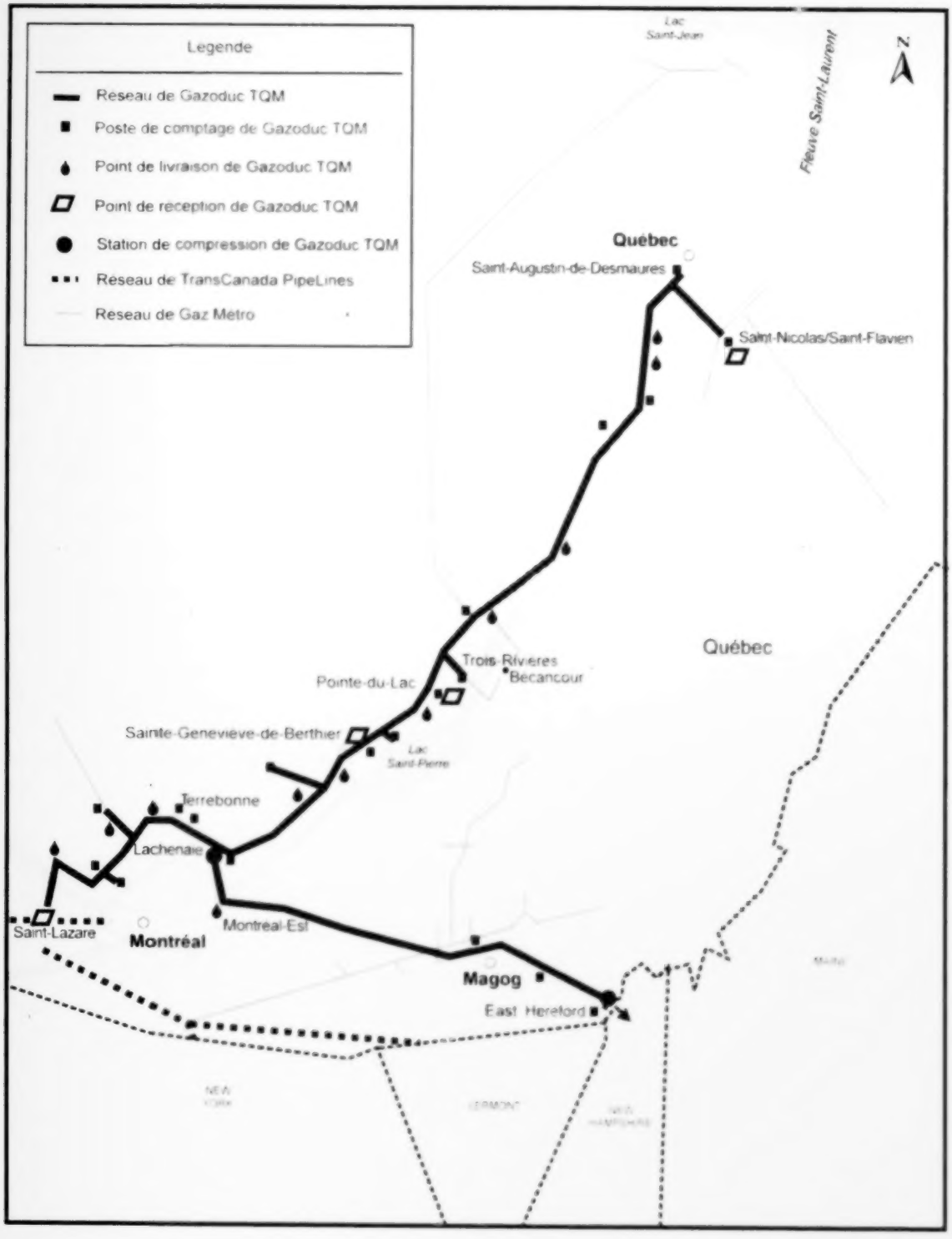
- l'approbation par l'ONÉ, en date du 23 novembre 2006, d'un RCA de 8,46 % pour l'année 2007;
- l'approbation par l'ONÉ, en date du 29 novembre 2007, d'un RCA de 8,71 % pour l'année 2008.

La demande de révision et de modification visait à permettre la détermination d'un rendement global du capital équitable pour les années 2007 et 2008.

Conformément à la partie IV de la *Loi*, TQM a également demandé à l'Office de rendre une ordonnance autorisant un rendement équitable du capital, pour 2007 et 2008, calculé en fonction d'un taux de rendement de 11,0 % sur une composante présumée du capital-actions correspondant à 40 % de la structure du capital de la société et en fonction du coût réel de sa dette. TQM a indiqué que le rendement global demandé équivalait à un coût moyen pondéré du capital après impôt (CMPCAI) d'environ 6,7 % (rajusté pour tenir compte de l'écart entre le coût de marché de la dette de TQM et son coût réel).

L'Office a rendu l'ordonnance d'audience RH-1-2008 le 22 janvier 2008 et planifié une audience publique orale pour le 23 septembre 2008 à Montréal, au Québec. L'audience a débuté le 23 septembre 2008 et a ajourné ses travaux le 8 octobre 2008 à Montréal. Elle a repris à Calgary le 20 octobre 2008 pour se terminer le 22 octobre 2008. Elle aura duré quinze jours au total.

Figure 1-1
Carte du réseau de TQM



Chapitre 2

Norme du rendement équitable

Lors de l'audience, les parties ont présenté leurs vues sur la norme du rendement équitable et sur la jurisprudence qui s'y rapporte[7]. Cette jurisprudence, qui est à la base du jugement et de l'opinion de l'Office concernant la norme du rendement équitable, a été expliquée dans la décision qu'il a rendue dans l'instance RH-2-2004, Phase II, de TransCanada[8]. Aucune des parties n'a dit que les motifs justifiant cette décision devaient être réexaminés; TQM a soutenu en fait que la décision concernant le rendement du capital-actions ordinaire de TQM pour 2007 et 2008 devrait être guidée par les principes énoncés dans la décision RH-2-2004, Phase II.

Selon TQM, il ressort de cette décision les quatre principes suivants :

- Le rendement global du capital doit répondre aux critères de l'investissement comparable, de l'intégrité financière et de l'effet d'attraction des capitaux que renferme la norme du rendement équitable.
- Chaque élément entrant dans la détermination du rendement global doit être raisonnable aux yeux de l'Office. Celui-ci exerce ensuite son jugement pour garantir que le taux de rendement en résultant est équitable au regard des exigences légales.
- Selon la méthodologie traditionnelle, le rendement total du capital-actions à un niveau équitable est établi par l'application du taux de rendement du capital-actions à la composante présumée du capital-actions de la structure de capital de la société pipelinière, qui reflète le risque commercial de cette dernière.
- Le rendement équitable est un coût devant être déterminé sans égard à son incidence sur les droits à payer par les clients.

L'Association canadienne des producteurs pétroliers (ACPP), dans sa plaidoirie finale, a fait valoir que pour déterminer le rendement équitable, il fallait atteindre un équilibre. Elle s'est référée à la décision RH-4-2001 de l'Office concernant TransCanada, qui stipulait qu'un taux de rendement juste ou raisonnable devait, en plus de satisfaire aux critères de l'investissement comparable, de l'intégrité financière et de l'effet d'attraction des capitaux, « être équitable aussi bien du point de vue des clients que de celui des actionnaires actuels et éventuels »[9]. À l'appui de son intervention, l'ACPP a soutenu que la Cour d'appel fédérale, dans la cause *TransCanada*

---

7 *Northwestern Utilities Limited c. Ville d'Edmonton*, [1929] R.C.S. 186; *TransCanada PipeLines Limited c. Office national de l'énergie et al.* [2004], C.A.F. 149 [ci-après *TransCanada c. ONE*]; *Bluefield Waterworks & Improvement Co. c. Public Service Commission of West Virginia et. al.* 262 U.S. 679 (1923) [ci-après *Bluefield*]; *Federal Power Commission c. Hope Natural Gas* 320 U.S. 591 (1944) [ci-après *Hope*].

8 Office national de l'énergie, RH-2-2004, Phase II, Motifs de décision, TransCanada PipeLines Limited (Coût du capital), avril 2005.

9 Office national de l'énergie, RH-4-2001, Motifs de décision, TransCanada PipeLines Limited (Coût du capital), juin 2002, à la p. 12.

c. ONÉ, s'est penchée sur la décision de 2001 et sur la révision de cette décision[10], et qu'elle a conclu que les deux décisions étaient justifiées.

L'ACPP a affirmé que les causes américaines citées par TQM et analysées par l'Office dans des décisions antérieures établissent clairement qu'il faut atteindre un équilibre lorsqu'un tribunal exerce son jugement pour déterminer le rendement équitable. L'ACPP a invoqué l'arrêt *Hope*, citée dans la décision RH-2-2004, Phase II de l'Office, où il est dit qu'il y a un « équilibre approprié entre les intérêts des clients et ceux des investisseurs »[11]. L'ACPP s'est enfin reportée à l'arrêt *Bluefield* qui établit que le service public a le droit de demander des tarifs compensatoires [TRADUCTION] « mais (qu')elle n'a pas droit, de par la constitution, à des profits de l'ampleur de ceux qui sont réalisés ou anticipés dans des entreprises extrêmement rentables ou spéculatives »[12].

Opinion de l'Office

Après avoir examiné les arguments avancés par TQM et l'ACPP, l'Office continue de croire que le cadre légal pour déterminer un rendement équitable est celui énoncé au chapitre 2 de la décision RH-2-2004, Phase II. L'Office rappelle que cette opinion était fondée sur le jugement de la Cour d'appel fédérale dans la cause *TransCanada c. l'ONÉ*.

Lorsque l'approche du coût du service est employée pour déterminer les droits, le coût du capital est déterminé selon le jugement équilibré de l'Office. Souvent, la portion la plus grande et, partant, la plus importante du coût du capital est le rendement global du capital-actions ordinaire. Alors que les clients et les consommateurs ont intérêt à ce que le coût des capitaux ne soit pas surévalué, l'Office estime qu'il en est tenu compte parce que les intervenants doivent éprouver et contester la position que l'entreprise a défendue. Cela ne signifie pas que dans la détermination du coût du capital il y a un équilibre entre les intérêts des clients et ceux des investisseurs. Selon l'Office, la Cour d'appel fédérale a clairement établi que le rendement global du capital-actions ordinaire doit être déterminé uniquement sur la base du coût du capital de la société et que l'incidence d'une éventuelle hausse des droits qui en résulterait n'est pas une considération pertinente en l'espèce[13].

---

10 Office national de l'énergie, RH-R-1-2002, Motifs de décision, Révision de la décision RH-4-2001, TransCanada PipeLines Limited (Coût du capital), février 2003.

11 *Hope*, précité note 7, à la p. 603.

12 *Bluefield*, précité note 7, aux p. 692-693.

13 Même s'il est vrai que l'appel de TransCanada dans la cause *TransCanada c. ONÉ* a été rejeté, c'est uniquement parce que, après avoir examiné les faits, la Cour a conclu que l'Office n'avait pas tenu compte correctement de l'incidence sur les consommateurs de l'augmentation des droits au moment de déterminer le coût du capital. (Voir les paragraphes 37 et 42.)

L'Office confirme donc la norme du rendement équitable, telle qu'elle a été décrite à la page 19 de la décision RH-2-2004, Phase II. D'après cette norme, pour être équitable ou raisonnable, un taux de rendement total du capital doit :

- être comparable à celui que rapporterait le capital investi dans une autre entreprise présentant un risque analogue (critère de l'investissement comparable);
- permettre à l'entreprise réglementée de préserver son intégrité financière (critère de l'intégrité financière);
- permettre à l'entreprise d'attirer des capitaux additionnels à des conditions raisonnables (critère de l'effet d'attraction de capitaux)[14].

14 Dans la version anglaise de ses motifs de décision antérieurs, l'Office a employé le mot « standard » pour désigner chacun des éléments de la norme du rendement équitable. L'Office emploie maintenant le terme « requirement » pour confirmer le caractère obligatoire de ces éléments. Le terme « critère » a été retenu dans la version française.

Chapitre 3

Demande de révision et de modification de la décision RH-2-94

3.1 Procédure de révision de l'Office

L'article 21 de la *Loi* stipule que :

> (1) Sous réserve du paragraphe (2), l'Office peut réviser, annuler ou modifier ses ordonnances ou décisions, ou procéder à une nouvelle audition avant de statuer sur une demande.

L'article 44 des *Règles de pratique et de procédure de l'Office national de l'énergie (1995)* énonce les conditions régissant la demande de révision :

> (2) La demande de révision ou de nouvelle audition contient les éléments suivants :
>
> *b)* les motifs que le demandeur juge suffisants pour mettre en doute le bien-fondé de la décision ou d'une ordonnance, s'il s'agit d'une demande de révision (...), notamment :
>
> (ii) des faits nouveaux ou des circonstances nouvelles survenus depuis la clôture de la procédure initiale…

Il n'existe pas de droit automatique de révision d'une décision. L'Office a toute discrétion en la matière.

Normalement, le processus de révision se déroule en deux phases : d'abord, il doit être établi si un doute a été soulevé quant au bien-fondé de la décision ou de l'ordonnance contestée; ensuite, si le doute a été établi, la révision doit être examinée quant au fond. Ces étapes correspondent normalement aux phases I et II d'une instance; c'est comme si l'on cherchait à obtenir d'un tribunal l'autorisation d'en appeler d'une décision puis à faire en sorte que l'appel soit entendu. En l'espèce, l'Office n'a pas délimité explicitement les deux phases du processus de révision, mais il en a tenu compte au moment de prendre en délibéré la preuve présentée lors de cette audience.

C'est la première fois que la formule RH-2-94 est révisée depuis la cause *TransCanada c. ONÉ*. Dans cette cause, la Cour a confirmé que la procédure de révision de l'Office est la procédure appropriée pour se pencher sur la formule RH-2-94 et que, par conséquent, il appartient au demandeur, en l'occurrence TQM, de démontrer que la formule RH-2-94 ne s'applique plus.

Comme le juge Rothstein l'a énoncé :

> Dans la décision qu'il a rendue en 1995, l'Office a dit que sa formule de rajustement automatique visait à assurer une procédure simplifiée permettant de déterminer les

> rajustements annuels à apporter aux taux de rendement des sociétés pipelinières sur le capital-actions ordinaire. Cette formule devait donc continuer à s'appliquer pour une période indéfinie. L'intéressé qui veut changer le processus doit démontrer que sa proposition est préférable à celle qui fait l'objet d'une ordonnance obligatoire de l'Office. Il ne s'agit pas d'une obligation inappropriée[15].

C'est donc en s'appuyant sur l'énoncé du juge Rothstein que l'Office étudie la demande de révision de la décision RH-2-94 présentée par TQM pour les années 2007 et 2008.

3.2 Contexte

3.2.1 Utilisation de la formule RH-2-94

L'Office a tenu l'instance RH-2-94 dans l'intention de mettre en place un moyen visant à rendre plus efficace la méthode de conception des droits pour l'année 1995 et les années subséquentes. En mars 1995, la décision RH-2-94 établissait à 12,25 % le taux de rendement du capital-actions ordinaire (RCA) de la société pipelinière repère pour 1995. Dans ce contexte, la société pipelinière repère désigne un service public hypothétique dont les risques d'investissement sont représentatifs d'une société pipelinière réglementée de haute qualité et à faible risque. L'Office s'est servi de cette société pipelinière repère comme norme de référence aux fins du calcul du taux de RCA de toutes les sociétés parties à l'instance RH-2-94. Suivant cette méthode, le risque commercial propre à la société devait être pris en compte dans la composante du capital-actions de la structure présumée du capital des sociétés pipelinières réglementées par l'ONÉ. L'Office a approuvé un ratio de RCA de 30 % pour toutes les sociétés gazières visées par la décision RH-2-94, sauf Westcoast Energy Inc. (Westcoast).

De plus, la décision RH-2-94 établissait un mécanisme devant servir à rajuster le RCA chaque année, soit la formule dite RH-2-94. La formule RH-2-94 établit un rapport direct entre le RCA et le rendement prévu des obligations à long terme du gouvernement du Canada et elle rajuste le taux de RCA sur la base d'un coefficient de 75 % de la variation du rendement escompté. Les prévisions du rendement des obligations à long terme du gouvernement du Canada sont déterminées en faisant la moyenne des prévisions, établies sur des périodes de 3 mois et de 12 mois, du rendement des obligations de 10 ans du gouvernement du Canada publié par *Consensus Forecasts* en novembre de chaque année. À cette moyenne, l'Office ajoute l'écart moyen entre les rendements des obligations de 10 ans et de 30 ans du gouvernement du Canada, publié dans le *Financial Post* chaque jour du mois d'octobre de l'année visée.

L'Office n'a pas jugé nécessaire de définir une fourchette de taux de rendement des obligations à l'extérieur de laquelle la formule RH-2-94 ne fonctionnerait pas. L'Office n'a pas non plus fixé de durée d'application limite pour la formule RH-2-94. L'Office a indiqué que son objectif était de procéder à un examen détaillé du coût du capital seulement quand les marchés financiers, le contexte commercial ou la conjoncture économique en général connaîtraient des changements appréciables. De plus, l'Office a envisagé la possibilité de réévaluer les structures de capital, éventuellement sur une base individuelle, si le risque commercial d'une société, son organisation ou ses fondements financiers de changeaient sensiblement.

---

15 Précité, note 7 au paragraphe 56

TQM a été assujettie à la décision RH-2-94 à partir de 1995 jusqu'à la fin de 2006 et elle a fonctionné dans le cadre d'un Règlement pluriannuel sur les droits intervenu entre TQM et les parties intéressées entre 1997 et 2006. Donc, la dernière fois que le coût du capital et le risque commercial de TQM ont été évalués par l'Office était lors de l'instance RH-2-94.

3.2.2 Changements survenus dans le contexte commercial, les marchés financiers et la conjoncture économique en général

Présentations de TQM

TQM a indiqué que les nouveaux faits et les nouvelles circonstances survenus depuis l'instance RH-2-94 soulevaient un doute quant au bien-fondé de la décision RH-2-94 la concernant pour les années 2007 et 2008. TQM a déclaré que les changements survenus au coût du capital, mis à part ceux dont il est tenu compte dans le rapport mécanique qui existe entre la formule RH-2-94 et les rendements des obligations du gouvernement du Canada, n'avaient pas été pris en compte par la formule RH-2-94.

Changements survenus dans le contexte commercial

TQM a estimé que le contexte commercial dans lequel les gazoducs évoluent en Amérique du Nord a considérablement changé depuis 1994 : plus grande incertitude à l'égard des approvisionnements en gaz, plus grande incertitude à l'égard de l'ampleur et du moment de la croissance de la demande et plus forte concurrence entre les sociétés pipelinières pour obtenir les clients qui recherchent des services de transport par l'Office. Selon TQM, il n'y a pas eu de rapport quantitatif entre le niveau d'augmentation de la proportion présumée du capital-actions, ou les règlements s'appuyant sur la formule RH-2-94 , et l'augmentation du rendement total requise par les investisseurs pour compenser le risque accru auquel ils sont exposés.

Changements survenus dans les marchés financiers

Les événements de grande ampleur survenus depuis 1994, comme l'augmentation de l'instabilité géopolitique, la corruption généralisée des entreprises et l'effondrement des secteurs de la technologie, des médias et des télécoms, ont eu, selon TQM, une incidence sur les marchés financiers et sur les primes de risque liées aux actions. De plus, le ratio de la dette du gouvernement canadien par rapport au produit intérieur brut (PIB) a diminué, ce qui a mis une pression à la baisse importante sur les rendements des obligations. Les marchés mondiaux des capitaux, y compris les marchés financiers canadiens, sont quant à eux devenus de plus en plus intégrés, de sorte que les capitaux circulent facilement entre les divers marchés pour obtenir les meilleures occasions d'investissement et les rendements les plus concurrentiels possible. TQM a soutenu que cette intégration a soumis les sociétés canadiennes, dont TQM, à une plus forte concurrence pour l'obtention de capitaux.

Changements survenus dans la conjoncture économique en général au Canada

TQM a estimé que la conjoncture économique en général a considérablement changé au Canada depuis 1994. Ce changement s'est particulièrement manifesté par la montée et la chute des taux d'intérêt, par l'effondrement des rendements des obligations du gouvernement du Canada et par

l'appréciation suivie de la dépréciation de la monnaie canadienne par rapport à l'américaine. Les marchés des produits de base – pétrole brut, gaz naturel et métaux de base – ont subi des hausses de prix importantes et été soumis à une plus grande volatilité.

Eu égard aux changements survenus dans le contexte commercial, les marchés financiers et la conjoncture économique en général, TQM a estimé qu'une révision de la formule RH-2-94 se justifiait pour les années 2007 et 2008.

Présentations des intervenants

Changements survenus dans le contexte commercial

M. Booth, un témoin expert de l'ACPP et de l'Association des consommateurs industriels de gaz (ACIG), a dit que dans le cadre de la décision RH-2-94, l'Office avait utilisé le même ratio du capital-actions ordinaire, soit 30 %, pour l'ensemble des grandes sociétés exploitant un gazoduc. M. Booth en a conclu que, même s'il peut sembler évident que le réseau principal de TransCanada constituait la société repère, en réalité toutes les grandes sociétés exploitant un gazoduc constituaient la société repère. Selon lui, les deux principaux faits nouveaux survenus depuis 1994 ont été l'accroissement de l'offre de gaz naturel à l'extérieur du bassin sédimentaire de l'Ouest canadien (BSOC) et l'accroissement de la demande en Alberta. Ces deux événements ont eu pour effet de réduire le débit sur le réseau principal de TransCanada. Selon M. Booth, ni l'un ni l'autre de ces événements n'a la même incidence sur TQM que sur les sociétés pipelinières exportatrices du BSOC. M. Booth a exprimé l'avis que l'avènement du carrefour Dawn a procuré à TQM une flexibilité beaucoup plus grande que toutes les sociétés pipelinières exportatrices du BSOC. Il a soutenu qu'il serait possible de démontrer que TQM est la nouvelle société pipelinière repère à faible risque.

Changements survenus dans les marchés financiers et la conjoncture économique en général au Canada

En comparant l'évolution des conditions du marché entre les années 1994, 2001 et 2008, M. Booth a évalué les variables mentionnées au tableau ci-dessous.

Tableau 3-1
Évolution des conditions du marché : 1994, 2001 et 2008

	1994	2001	2008
Prévisions de rendement des obligations à long terme du gouvernement du Canada			
Consensus Forecast	8,35 %	5,95 %	4,61 %
M. Booth (et M. Berkowitz*)	8,25 %	6,00 %	4,75 %
Rendement réel du Canada	4,62 %	3,60 %	1,65 %
Prime de marché	3,5 % - 4,0 %	4,50 %	5,00 %
Estimations bêta	0,45 – 0,55	0,42 – 0,60	0,45 – 0,55
Prime de risque sur capitaux propres du pipeline	250 pb	250 pb	300 pb

* M. Berkowitz a témoigné lors des instances RH-2-94 et RH-4-2001.

Selon M. Booth, lorsqu'on compare les trois périodes, on constate que les principaux changements sont survenus entre 1994 et 2001. Il a souligné qu'en 2001, après avoir soigneusement pris en considération l'ensemble de la preuve relative au taux de rendement du capital-actions ordinaire, l'Office a maintenu la formule RH-2-94 puisqu'elle a continué de produire des rendements appropriés pour le réseau principal de TransCanada. M. Booth a de plus estimé que les changements survenus dans les conditions des marchés financiers sont de moins grande ampleur depuis 2001 qu'ils ne l'étaient entre 1994 et 2001. M. Booth n'a donc constaté aucun changement qui vaille dans les conditions du marché qui justifierait un changement à la formule RH-2-94 et il a donc plaidé pour son maintien.

3.3 Démarches suggérées

3.3.1 Coût moyen pondéré du capital après impôt

Présentations de TQM

TQM a abordé l'analyse du rendement équitable de deux manières. D'abord, par la démarche du CMPCAI pour estimer le coût du capital. Ensuite, par la méthode traditionnelle qui rend compte du risque commercial dans la composante du capital-actions de la structure du capital et fait une estimation distincte du taux de rendement du capital-actions ordinaire. TQM a dit que la démarche du CMPCAI et la démarche traditionnelle, lorsqu'elles sont appliquées correctement, donnent des résultats analogues en termes de rendement total du capital. TQM a affirmé que la démarche du CMPCAI est celle qu'utilisent les entreprises pour l'analyse des occasions d'investissement.

Selon TQM, le critère de base permettant de comparer les occasions d'investissement d'une entreprise est le calcul de la valeur actualisée nette (VAN) et du taux de rendement interne (TRI). Dans ce contexte, le CMPCAI est le taux d'actualisation employé pour déterminer la VAN d'un investissement alors que le TRI est le rendement d'un investissement calculé en fonction de sa durée de vie. Si la VAN est positive, l'occasion d'investissement ajoute de la valeur, et si le TRI est supérieur au CMPCAI, qui peut être considéré comme le taux de rendement minimal, l'occasion d'investissement aura une VAN positive et ajoutera par conséquent de la valeur.

La démarche du CMPCAI peut être envisagée de deux manières. La première est celle du « CMPCAI autorisé », où la structure du capital et le RCA employés dans l'analyse sont ceux autorisés par un organisme de réglementation. La seconde est celle du « CMPCAI axé sur le marché », où la structure du capital, le coût des capitaux propres et le coût de la dette sont tous calculés en fonction des valeurs marchandes ou des coûts du marché.

Selon un des témoins experts de TQM, M. Kolbe, le CMPCAI est la mesure la plus fondamentale du taux de rendement requis pour un niveau de risque commercial donné. Le CMPCAI a été employé comme point de départ de ses analyses. M. Kolbe a indiqué que le risque lié à une action dépend en partie du montant de la dette que possède l'entreprise dans la structure de son capital puisque la présence de la dette amplifie le risque qu'assument ses actionnaires. En conséquence, le risque supplémentaire créé par l'amplification de la dette est ce qu'on appelle le risque financier. M. Kolbe était donc d'avis que lorsqu'on estime le coût des capitaux propres de sociétés repères, les écarts entre le niveau de risque financier des sociétés repères et celui d'une société réglementée donnée doivent être pris en compte et contrôlés.

TQM a indiqué qu'il n'est pas conseillé de présumer une structure du capital appropriée pour une entreprise donnée lorsqu'on compare les rendements du capital-actions ordinaire car chaque entreprise a sa propre structure du capital et qu'un observateur externe ne peut juger si cette structure est ou non appropriée. C'est pourquoi TQM a soutenu que la meilleure façon de comparer le rendement des investissements d'entreprises différentes est d'utiliser la démarche du CMPCAI, qui met l'accent sur le rendement total du capital et le rajuste en fonction du risque financier.

Présentations des intervenants

M. Booth a assimilé la démarche du CMPCAI à des rajustements pour tenir compte des effets leviers, estimant que cette démarche est une façon erronée et non pertinente d'envisager le problème des différents niveaux de risques entre TQM et les sociétés repères pour déterminer un rendement équitable. M. Booth a soutenu qu'aucune théorie financière n'a à s'embarrasser de la démarche du CMPCAI. Selon lui, il n'était pas nécessaire d'utiliser la démarche du CMPCAI, ni les rajustements pour tenir compte des effets leviers, en vue de déterminer le rendement du capital de TQM pour 2007 et 2008, parce que les organismes de réglementation, par leurs actions, ont réparti les risques également entre les diverses grandes catégories de services publics. Dans l'éventualité où il y aurait un écart de risque pour les porteurs d'actions ordinaires entre TQM et les sociétés repères, M. Booth a soutenu qu'il serait possible de faire un rajustement directement au rendement du capital-actions ordinaire autorisé sans recourir à la démarche du CMPCAI. L'ACPP a affirmé que la démarche du CMPCAI n'écarte pas la nécessité de prendre des décisions sur la structure du capital car elle nécessite l'estimation de la structure du capital des sociétés repères.

M. Safir, un témoin expert de l'ACPP, a affirmé que la démarche du CMPCAI n'est pas aussi transparente que la démarche traditionnelle pour déterminer un rendement équitable et que la transparence était un élément précieux pour un organisme de réglementation. M. Booth a fait remarquer que ce manque de transparence a eu pour effet de produire des estimations, comme dans le cas de TQM pour 2007 et 2008, qui vont au-delà du raisonnable lorsqu'on les compare à ce que d'autres organismes de réglementation ont accordé à d'autres services publics canadiens.

Le ministère de l'Énergie de l'Ontario (Ontario) a soutenu qu'il n'y avait pas lieu d'adopter la méthode du CMPCAI et que la proposition de TQM à cet égard devrait être refusée. L'Ontario a ajouté que la méthode du CMPCAI continue de poser des problèmes comme la taille des échantillons, les bêta et le risque relatif de l'échantillon de sociétés canadiennes, sans compter que cette méthode n'a été adoptée par aucun autre organisme de réglementation en Amérique du Nord.

3.3.2 Formule RH-2-94 et démarches similaires

Présentations de TQM

Selon TQM, l'Office devrait autoriser la modification de la décision RH-2-94 pour déterminer le coût du capital de TQM pour 2007 et 2008.

Au-delà des changements survenus dans le contexte commercial, les marchés financiers et la conjoncture économique qu'a invoqués TQM à la section 3.2 pour justifier la révision de la décision RH-2-94, TQM a présenté les résultats de quatre essais effectués par M. Vander Weide pour éprouver la validité de la formule RH-2-94. M. Vander Weide en est venu aux conclusions suivantes :

- Actuellement, la formule RH-2-94 sous-estime d'au moins 200 pb la prime de risque sur capitaux propres des services publics canadiens.
- Le coût des capitaux propres des services publics diminue de moins de 50 pb lorsque les taux d'intérêt diminuent de 100 pb, au lieu de 75 pb comme le stipule la formule RH-2-94.
- La volatilité et le rendement en bourse des titres des services publics canadiens ont dépassé ceux du marché dans son ensemble, ce qui signifie que la formule RH-2-94 sous-estime le coût actuel des capitaux propres des services publics canadiens.
- Actuellement, la prime de risque sur capitaux propres prospective des services publics américains est de 150 pb plus élevée que la prime de 4,12 % offerte par la formule RH-2-94.

M. Engen, un des témoins experts de TQM, a indiqué que les analystes côté vente et les agences de notation sont préoccupés par les faibles RCA qu'a produits la formule RH-2-94; il a ajouté que les analystes ont salué la transparence de la formule RH-2-94 car cette démarche a le mérite d'être claire et les rendements qui en résultent sont entièrement prévisibles.

Selon TQM, à moins qu'il s'agisse d'une option stratégique ou d'une question d'exploitation de la concession, aucune société pipelinière n'injecte de capitaux frais dans de nouveaux projets à long terme compte tenu des rendements qu'autorise la formule RH-2-94 actuellement. En conséquence, le rendement tiré du capital structurel des pipelines canadiens actuels est bien moindre que dans le cas des projets nouvellement construits. TQM a précisé que les règlements négociés permettent invariablement d'obtenir un RCA de plusieurs centaines de points de base de plus que ce qu'offre la formule RH-2-94.

TQM a de plus estimé que le risque financier (le levier) est un élément important à considérer; selon elle, comparer des rendements du capital-actions ordinaire sans tenir compte du risque financier qui les affecte ne suffit pas. TQM est d'avis que la démarche du CMPCAI, en déterminant le rendement total sur l'investissement sans tenir compte du financement, assure explicitement le contrôle du risque financier, contrairement à la formule RH-2-94 ou à une démarche par composante fondée sur une estimation indépendante du coût des capitaux propres. TQM a enfin indiqué qu'il n'y a aucun moyen empirique d'établir la proportion appropriée du capital-actions en fonction du risque commercial d'une société.

Présentations des intervenants

L'Association canadienne du gaz (ACG) a estimé que les rendements totaux établis selon la formule RH-2-94 ne se comparent plus aux rendements obtenus par les investissements au risque analogue à celui auquel sont exposés les services publics canadiens et ils ne répondent pas à la norme du rendement équitable. L'ACG a indiqué que les facteurs de rajustement annuel,

lorsqu'il y en a, devraient tenir compte non seulement des taux d'intérêt par exemple, mais aussi des rendements obtenus par d'autres investissements exposés à un risque analogue. L'ACG a soutenu qu'un capital structurel coincé dans un système ne devrait pas produire de rendements inférieurs au capital discrétionnaire affecté à de nouveaux services ou à des projets d'agrandissement.

Spectra Energy Transmission (Spectra)[16] et Union Gas Ltd. (Union) ont soutenu que le rendement actuel du capital-actions ordinaire établi à l'aide de la formule RH-2-94 ne répond pas à la norme du rendement équitable au titre du rendement total, qui serait nécessaire pour être vraiment comparable à celui des autres investissements disponibles exposés à un risque analogue. Selon Union et Spectra, le coût du capital est établi par l'action réciproque de divers facteurs dynamiques, qui vont au-delà de la capacité d'un seul modèle financier prévisionnel et que la formule RH-2-94 ne peut à elle seule capter.

Selon l'ACPP, la demande de révision de la formule RH-2-94 devrait être rejetée. Elle souhaite le maintien de la formule RH-2-94, estimant que le RCA actuel autorisé est généreux. Selon elle, la formule RH-2-94 a réussi et réussit toujours à réduire le nombre de témoignages répétitifs lors des instances réglementaires. L'ACPP a estimé que la prévisibilité, la stabilité et la compréhension sont toutes des qualités qui honorent la formule RH-2-94. M. Booth a fait remarquer que l'Office ne peut pas gérer le risque sur le marché des capitaux pour les sociétés réglementées par lui et que l'Office a utilisé à bon escient les principes de base de la finance pour compenser le risque commercial de ces pipelinières en permettant de changer leur risque financier. En égalisant le risque global, qui englobe le risque commercial, le risque financier et le risque d'investissement, l'Office peut dès lors autoriser le même rendement du capital-actions ordinaire pour différents types de services publics fonctionnant selon la formule RH-2-94.

L'ACPP a indiqué que même si la formule RH-2-94 fonctionne mécaniquement, il n'y a rien de mécanique à la façon dont elle a été adoptée en 1995, puis révisée en 2001 et 2004. Pour étayer son argument, elle a indiqué que depuis 1994, des investissements considérables ont été faits et continuent d'être faits par les sociétés pipelinières et les services publics assujettis aux rendements établis par diverses formules dans différents territoires de compétence. Malgré les avertissements signifiés par les témoins du demandeur lors des audiences, l'ACPP a estimé que la dette et les capitaux propres ont afflué et continuent d'affluer vers des investissements assujettis aux rendements établis par la formule. L'ACPP a par ailleurs soutenu que si le problème était si aigu et qu'il persistait depuis de nombreuses années, il y aurait alors des preuves claires et objectivement observables de l'existence d'un problème d'attraction et de rétention des capitaux. L'ACPP a dit ne pas constater de telles preuves.

M. Booth a dit qu'en général la formule RH-2-94 a entraîné un mouvement à la baisse du RCA équitable à mesure que les rendements moindres des obligations à long terme du gouvernement du Canada ont fait baisser la prime de risque inhérente au rendement des obligations canadiennes à long terme et augmenter en parallèle la prime de risque de marché. M. Booth a affirmé qu'à cause de cela, le mécanisme de rajustement de 75 % lié à la formule RH-2-94 s'est révélé remarquablement exact. Il a estimé que la formule RH-2-94 est concluante et il en a recommandé le maintien, moyennant un léger rajustement à la baisse du niveau du RCA.

---

16 Dénomination sociale d'exploitation de Westcoast Energy Inc. (Westcoast)

M. Booth a dit qu'il n'a jamais cessé de recommander que le risque commercial soit évalué lors des audiences annuelles sur les droits, lorsque d'autres informations propres aux sociétés sont entendues et que la structure du capital appropriée ou la prime au RCA générique est établie. La formule du RCA générique, telle la formule RH-2-94, peut alors être évaluée assez rarement, selon l'évolution des conditions du marché des capitaux.

Concernant les conclusions de M. Vander Weide sur la validité de la formule RH-2-94, l'ACPP a soutenu qu'elles ne constituaient pas une base solide pour déterminer le coût du capital du fait que la preuve des sociétés à faible risque n'a pas été prise en compte, que des bêta rajustés ont été utilisés dans les estimations et que certaines estimations des flux monétaires actualisés (FMA) reposaient sur les prévisions de croissance d'analystes connus pour être partiaux. L'ACPP s'est également opposée à ce qu'on se base sur les entreprises américaines car elles présentent plus de risques que TQM.

L'ACPP a indiqué que si la formule RH-2-94 devait être révisée, elle recommanderait un RCA de 7,75 % pour TQM pour les années 2007 et 2008, et que la formule RH-2-94 soit recalculée en conséquence, suivant la recommandation de M. Booth sur le RCA.

L'ACIG a fait valoir que l'Office ne devrait pas abandonner la formule RH-2-94 car elle demeure appropriée et a subi avec succès l'épreuve du temps. Selon l'ACIG, la formule RH-2-94 produit des RCA de premier ordre par rapport aux risques minimes que TQM assume.

L'Ontario a affirmé que la formule RH-2-94 devrait être maintenue en raison de sa transparence et de sa clarté et parce qu'elle demeure valide.

Opinion de l'Office

Révision et modification de la décision RH-2-94

Lorsqu'il examine une demande de révision et de modification aux termes du paragraphe 21(1) de la Loi, l'Office prend en considération les faits qui pourraient soulever un doute quant au bien-fondé de la décision initiale. Généralement, l'Office examinera les nouvelles circonstances ou les nouveaux faits survenus depuis la clôture de l'instance initiale, ou les faits qui n'avaient pas été placés dans la preuve dans l'instance initiale et qui ne pouvaient alors être découverts au moyen de la diligence raisonnable. De plus, l'Office a indiqué, dans sa décision RH-2-94, que l'objectif visé dans l'instance RH-2-94 était de mener un examen détaillé du coût du capital seulement quand les marchés financiers, le contexte commercial ou la conjoncture économique en général connaîtraient des changements appréciables[17]. L'Office a également indiqué qu'il envisagerait la possibilité de réévaluer les structures de capital, probablement sur une base individuelle, si la structure de capital d'une société, l'organisation de l'entreprise ou les fondements financiers de celle-ci faisaient l'objet de

17 Motifs de décision RH-2-94, précité note 2, à la page 2.

changements notables[18]. L'Office n'a pas fixé de limite à la durée de vie de la formule RH-2-94 et il ne s'attendait pas à réévaluer le taux de rendement du capital-actions ordinaire par le truchement d'une audience formelle avant au moins trois ans suivant la date de la décision RH-2-94.

En ce qui concerne la demande de modification, l'Office fait remarquer que TQM a été assujettie à la décision RH-2-94 et au mécanisme de rajustement qu'elle comporte pendant douze années consécutives, soit de 1995 à 2006 inclusivement. L'Office constate que la formule RH-2-94 a été contestée la dernière fois lors de l'instance RH-4-2001, qui visait particulièrement TransCanada, tout comme l'instance RH-1-2008 concerne particulièrement TQM. L'Office estime donc qu'il devrait évaluer en l'espèce les changements survenus depuis 1994 et non pas depuis 2001. Selon lui, la période de 14 ans qui s'est écoulée depuis 1994 est une longue période dans le contexte de la réglementation financière.

L'Office est également d'avis que des changements appréciables sont survenus depuis 1994 au sein des marchés financiers et dans la conjoncture économique en général. Ainsi, les marchés financiers canadiens se sont davantage mondialisés, la diminution du ratio de la dette du gouvernement par rapport au PIB a mis une pression à la baisse sur les rendements des obligations du gouvernement du Canada et la monnaie canadienne s'est appréciée par rapport à la monnaie américaine, pour ensuite reculer. Selon l'Office, un des changements les plus importants survenus depuis 1994 est la mondialisation effective des marchés financiers, ce qui a entraîné une concurrence accrue pour l'obtention de capitaux. Il estime que, pris ensemble, ces changements jettent un doute sur certains principes fondamentaux qui régissent la formule RH-2-94, en ce qui concerne TQM.

Tel qu'il a été expliqué dans la décision RH-2-94, la décision initiale sur le rendement du capital-actions ordinaire devait s'appliquer à une société pipelinière repère, c'est-à-dire un service public hypothétique dont les risques d'investissement sont représentatifs d'une société pipelinière réglementée de haute qualité et à faible risque. L'Office fait observer que la proportion appropriée du capital-actions de la société repère n'était pas explicitement précisée dans la décision RH-2-94. L'Office a approuvé une proportion de capital-actions de 30 % pour toutes les sociétés de gazoducs assujetties à la décision, à l'exception de Westcoast, ce qui a été interprété par certains comme une proportion de 30 % assignée implicitement à la société repère. Toutefois, le rôle, le niveau de risque changeant et la proportion appropriée du capital-actions de la société pipelinière repère n'ont pas été pris en compte explicitement, ce qui suscite un doute quant au niveau exact de risque financier inhérent au rendement du capital-actions ordinaire, tel qu'établi par la formule RH-2-94 pour la société repère.

---

18 Motifs de décision RH-2-94, précité note 2, à la page 35.

La formule RH-2-94 repose sur une seule variable, à savoir le rendement des obligations à long terme du gouvernement du Canada. L'Office est d'avis que les changements qui pourraient influer sur le coût du capital de TQM ne sont peut-être pas captés par les rendements des obligations à long terme du gouvernement du Canada et qu'ils pourraient, par conséquent, ne pas avoir été pris en considération par les résultats de la formule RH-2-94. De plus, les changements dont il a été question plus haut dans le cadre du nouveau contexte commercial sont des exemples de changements qui, depuis 1994, n'ont peut-être pas été pris en compte par la formule RH-2-94. Avec le temps, ces faiblesses risquent de prendre de l'ampleur et de soulever un doute supplémentaire quant à l'applicabilité du résultat de la formule RH-2-94 à TQM pour 2007 et 2008.

L'Office fait remarquer que la décision RH-2-94 concernait deux aspects distincts, à savoir : le mécanisme de rajustement s'appliquant à toutes les sociétés pipelinières visées par la décision, et la détermination de la structure du capital des sociétés pipelinières sur une base individuelle. L'Office estime que le mécanisme de rajustement est tout à fait transparent et prévisible. Il a été salué à maintes reprises par la communauté financière, qui louangeait sa clarté, sa transparence et la prévisibilité totale de ses résultats. Par contre, les décisions sur la structure du capital des sociétés prises sur une base individuelle sont moins transparentes. L'objectif initial de l'Office était de rajuster la structure du capital et, partant, le risque financier afin de compenser les variations du risque commercial des sociétés pipelinières visées par la décision RH-2-94. Alors qu'il peut se révéler utile dans un contexte réglementaire d'estimer le ratio du capital-actions en fonction du risque commercial, indépendamment de la détermination du rendement du capital-actions ordinaire, l'Office croit qu'il ne reflète pas la façon dont la majeure partie du milieu des affaires aborde les décisions sur la structure du capital et la budgétisation des dépenses en immobilisations.

Pour les motifs susmentionnés, l'Office a décidé d'autoriser la demande de modification de la décision RH-2-94 présentée par TQM pour 2007 et 2008 en ce qui concerne le coût du capital.

Démarche employée pour déterminer le rendement du capital de TQM pour 2007 et 2008

En plus de la formule RH-2-94, deux autres démarches ont été présentées pour déterminer le coût du capital de TQM pour 2007 et 2008. TQM et ses témoins experts ont présenté la démarche du CMPCAI – une démarche globale d'estimation du coût du capital. L'ACPP et son témoin expert ont présenté une estimation du coût des capitaux propres indépendante – une démarche d'estimation par composante du coût du capital.

L'Office estime que la démarche du CMPCAI se rapproche davantage du processus de budgétisation des immobilisations, qui a cours dans le milieu des affaires, que celle de l'estimation par composante qui suppose une

estimation indépendante du coût des capitaux propres. Pour comparer les occasions d'investissement, TransCanada et Gaz Métro, les propriétaires de TQM, ont dit qu'elles utilisaient le CMPCAI pour déterminer un taux étalon et budgétiser leurs immobilisations. Selon l'Office, l'emploi d'une démarche du CMPCAI atténue le besoin d'estimer la structure présumée du capital en fonction du risque commercial au début du processus, tel qu'exigé par la décision RH-2-94. L'Office fait également observer que la démarche du CMPCAI permet de comparer sur un pied d'égalité les rendements de sociétés exposées à un risque comparable, puisqu'elle neutralise les écarts de risque financier lorsqu'on compare les occasions d'investissement. Selon l'Office, cette démarche facilite les comparaisons de rendements en supprimant l'incidence du risque financier. Par conséquent, elle fait un meilleur usage de l'information sur les marchés financiers.

La figure 3-1 montre comment une démarche globale, comme celle du CMPCAI, peut être utilisée par l'Office pour déterminer le coût du capital total de TQM pour 2007 et 2008. Cette démarche nécessite une analyse du risque commercial permettant d'évaluer l'évolution des risques de TQM depuis qu'ils ont été examinés par l'Office. L'analyse du risque commercial servirait également à sélectionner les sociétés présentant des risques comparables en fonction des cinq facteurs traditionnels –risque d'approvisionnement, risque de marché, risque de concurrence, risque de réglementation et risque d'exploitation. Une fois les sociétés comparables sélectionnées, l'information peut être extraite de ces sociétés, notamment le coût des capitaux propres, la structure du capital et le coût de la dette, pour pouvoir en arriver à un coût du capital global. À chaque étape de ce processus, il est nécessaire d'exercer son bon jugement pour sélectionner les intrants qui permettraient de déterminer de manière éclairée le coût du capital de TQM pour 2007 et 2008.

L'ACPP a pour sa part présenté une démarche par composante qui consiste en une estimation indépendante du coût des capitaux propres. Elle a également suggéré une proportion appropriée du capital-actions fondée sur son évaluation du risque commercial de TQM, à laquelle l'évaluation du RCA serait appliquée.

La figure 3-2 illustre une démarche de détermination du coût total du capital par composante, comme l'a avalisée la décision RH-2-94. Cette démarche nécessite deux décisions en parallèle : la détermination d'un RCA et la détermination d'une structure du capital. La détermination du RCA exige la sélection de sociétés présentant des risques comparables à ceux de TQM, qui pourraient servir à l'évaluation du RCA. En parallèle à cette décision, on procède à l'évaluation du risque commercial de TQM pour déterminer une structure du capital qui refléterait son niveau de risque commercial. Une fois complétées séparément, les deux déterminations sont combinées pour calculer le rendement du capital-actions ordinaire, auquel s'ajoute le coût structurel de la dette, pour produire le rendement total du capital.

Figure 3-1
Démarche globale d'établissement de la norme du rendement équitable au moyen du CMPCAI

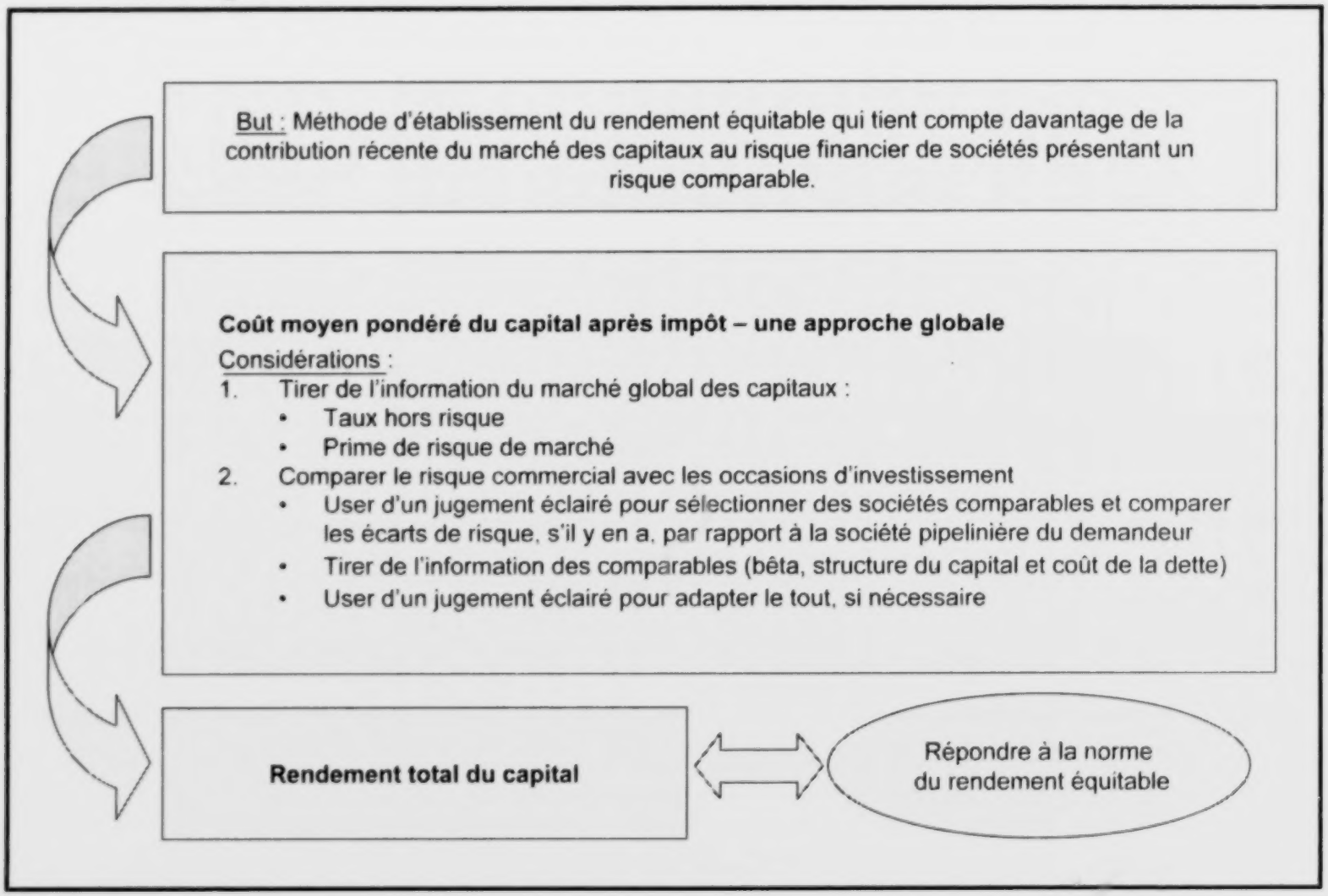
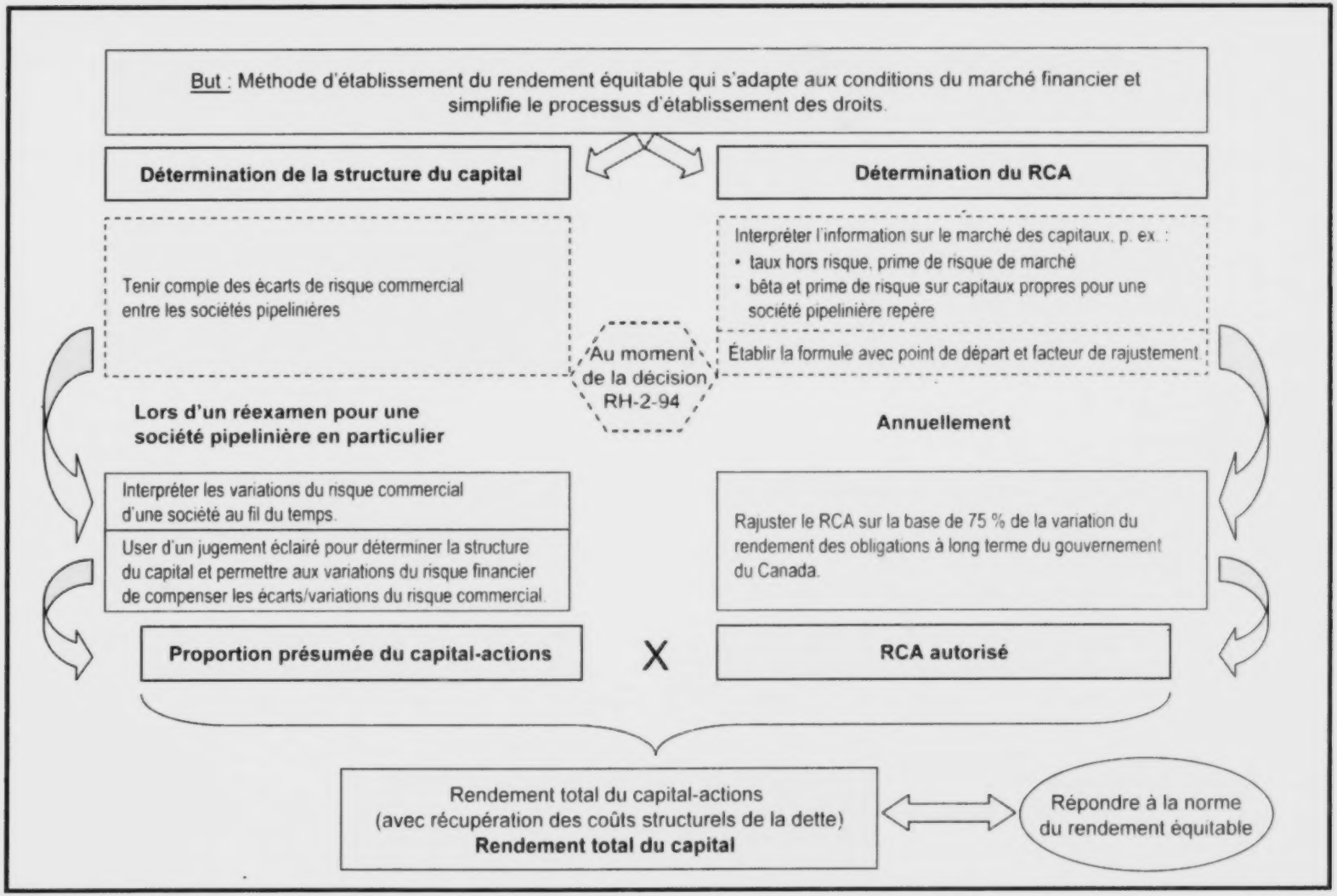


Figure 3-2
Démarche par composante de la norme du rendement équitable au moyen de la formule RH-2-94



La difficulté est de savoir laquelle de ces deux démarches permet le mieux de relier les composantes qui ont une incidence sur la détermination du rendement équitable. Selon l'Office, c'est une question de jugement éclairé. Après avoir soigneusement examiné les deux démarches, l'Office juge que c'est celle du CMPCAI qui permet le mieux de comparer les rendements du capital des sociétés présentant des risques analogues. Elle permet d'éviter de séparer deux éléments inévitablement liés, soit la structure du capital et le rendement du capital-actions ordinaire. L'Office estime en outre que l'emploi d'une démarche comme celle du CMPCAI, qui reflète le processus décisionnel d'une société, contribue à la valider pour ce qui est d'estimer le coût du capital de manière appropriée. Aussi l'Office utilisera-t-il la démarche du CMPCAI pour éclairer son jugement dans la détermination du coût du capital de TQM pour 2007 et 2008.

La transparence est un facteur auquel l'Office a accordé beaucoup d'importance dans sa décision d'utiliser la démarche du CMPCAI. Un CMPCAI unique qui incorpore le rendement total du capital de sociétés comparables permet à l'Office d'établir des comparaisons sérieuses. Cela contraste avec la simple considération du rendement du capital-actions ordinaire, qui ne donne qu'une idée partielle du rendement total du capital. De plus, la structure du capital de chaque société étant différente, il est difficile pour une partie de l'extérieur de juger si elle convient. Selon l'Office, la plus grande facilité de comparaison que confère la démarche du CMPCAI donne lieu à moins d'erreurs et permet plus de clarté.

L'Office fait remarquer qu'une démarche du CMPCAI peut s'appliquer de diverses manières. La méthode du CMPCAI qu'utilisera l'Office dans la présente instance est expliquée au chapitre 4.

Tous les éléments de preuve présentés par les parties à cette instance seront examinés au moyen d'une démarche du CMPCAI pour déterminer un rendement global approprié. La décision de l'Office relativement au taux équitable est exposée au chapitre 7.

Chapitre 4

Mise en oeuvre de la méthode du CMPCAI

Dans un contexte de réglementation, la démarche du CMPCAI repose sur la comparaison des coûts totaux du capital des sociétés repères considérées comme présentant un risque analogue à celui de l'entité réglementée, en l'occurrence TQM. Une méthode de CMPCAI particulière est nécessaire pour calculer le CMPCAI de chaque société repère; elle peut comporter de nombreuses étapes analytiques. Les CMPCAI qui en résultent peuvent être pondérés pour obtenir le coût total du capital de la société repère. Le coût total du capital qui en résulte peut alors être appliqué à TQM en exerçant son jugement quant aux divers rajustements à apporter en fonction des écarts de risque.

Pour estimer le coût total du capital d'une société, la démarche du CMPCAI repose sur l'équation suivante :

$$CMPCAI^{19} = (r_e * w_e) + (CoD * w_d * (1-tx))$$

où
- r_e : coût des capitaux propres
- CoD : coût de la dette
- w_e : proportion du capital-actions dans la structure du capital
- w_d : proportion de la dette dans la structure du capital
- tx : taux d'impôt sur les bénéfices des entreprises[20]

Dans le présent chapitre, l'Office passe en revue chacune des composantes de l'équation et détermine comment il entend utiliser ces paramètres qui, mis ensemble dans la méthode du CMPCAI, éclaireront son jugement sur le coût du capital de TQM pour 2007 et 2008.

4.1 Méthodes du coût des capitaux propres

Présentations de TQM

M. Vilbert a présenté des estimations du coût des capitaux propres calculées selon le modèle d'évaluation des actifs financiers (MEAF), le modèle empirique d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) et le modèle des flux monétaires actualisés (FMA).

---

19 Pour faciliter notre propos, il n'a pas été tenu compte de la faible contribution éventuelle des actions privilégiées, même si M. Vilbert, le témoin expert, en a fait état.

20 Ce taux est mathématiquement équivalent au CMPC avant impôt de (CoD * w_d) + (r_e * w_e) + (provision pour impôts sur les bénéfices exigibles sur la composante capital-actions).

Le MEAF utilisé par M. Vilbert est représenté par l'équation suivante :

$$r_e = r_f + \beta * (PRM)$$

où r_f : taux hors risque
β : facteur bêta
PRM : prime de risque de marché

M. Vilbert a soutenu qu'en général le MEAF, en tant que modèle empirique, n'a pas donné de bons résultats, mais que ses faiblesses ont été corrigées par le MEDAF. Il a précisé que le MEDAF reconnaît l'observation empirique systématique selon laquelle le MEAF sous-estime (surestime) le coût du capital des actions à bêta faibles (élevées). Le paramètre alpha (α) du MEDAF tiendrait compte de cet état de choses. M. Vilbert a dit que lorsqu'il utilise le taux hors risque à long terme, comme c'est le cas dans son analyse, les valeurs α de 1 % et 2 % sont appropriées. Ces valeurs α se trouvent au bas du spectre suggéré par les recherches effectuées sur le sujet car l'utilisation d'un taux hors risque à long terme incorpore une part de l'effet désiré par l'utilisation du MEDAF.

M. Vilbert a utilisé le MEDAF suivant :

$$r_e = r_f + \alpha + \beta * (PRM - \alpha)$$

où r_f : taux hors risque
α : facteur alpha
β : facteur bêta
PRM : prime de risque de marché

Selon M. Vilbert, les estimations du MEDAF sont celles qui méritent le plus de poids car celui-ci se rajuste en tenant compte des faiblesses empiriques du MEAF.

M. Kolbe a indiqué que les actionnaires des sociétés réglementées sur une base tarifaire établie selon la valeur comptable reçoivent une indemnité pour inflation par le biais d'une prime d'inflation intégrée au taux de rendement plutôt que par le biais d'une appréciation de la valeur de l'actif comme ce serait le cas pour les actionnaires des sociétés non réglementées. M. Kolbe a ajouté que les porteurs d'obligations obtiennent une indemnité pour inflation par le même truchement, c'est-à-dire par une prime d'inflation intégrée au taux d'intérêt. Cette similitude entre les porteurs d'obligations et les actionnaires des sociétés réglementées sur une base tarifaire établie selon la valeur comptable fait en sorte que les rendements des sociétés réglementées sont particulièrement sensibles aux fluctuations du marché des obligations.

TQM a dit que les bêta mesurés des services publics réglementés sur une base tarifaire établie selon la valeur comptable sont sous-estimés car le MEAF s'appuie sur un indicateur de portefeuille du marché composé entièrement d'actions ordinaires. Pour corriger ce problème d'estimation, M. Kolbe a recommandé l'utilisation de bêta rajustés pour estimer le coût des capitaux propres des services publics réglementés sur une base tarifaire établie selon la valeur comptable, précisant qu'il s'agit uniquement d'un rajustement directionnel. M. Kolbe a ajouté que l'utilisation de bêta rajustés ne suffit probablement pas, mais que cette approche est

largement utilisée. M. Vander Weide a expliqué que l'utilisation de bêtas rajustés et du MEDAF produit le même type d'effet car cela compense en quelque sorte l'observation empirique voulant que le MEAF traditionnel a tendance à sous-estimer le coût des capitaux propres des sociétés ayant des bêta inférieurs à un.

M. Vilbert s'est appuyé sur le modèle des FMA pour vérifier les résultats de ses MEAF et MEDAF. Les témoins experts de TQM ont utilisé le modèle des FMA en prenant des données propres à la société et les prévisions de croissance d'analystes. M. Vander Weide a soutenu que l'utilisation de données composites dans le modèle des FMA, comme l'a fait M. Booth, rend impossible la concordance des cours des actions avec les flux monétaires qui sont évalués à ce prix et que les données peuvent inclure des sociétés pour lesquelles le modèle des FMA ne s'applique pas. Pour concorder avec la nature prospective du modèle des FMA, M. Book aurait dû, selon M. Vander Weide, estimer la croissance future escomptée à l'aide des taux de croissance prévus plutôt qu'à l'aide des valeurs publiées de la dernière année car les prévisions de croissance des analystes sont supérieures aux mesures de la croissance fondée sur les données antérieures quand il s'agit de prévoir le cours des actions d'une entreprise.

M. Kolbe a mentionné que les modèles plurifactoriels utilisés par M. Booth sont connus pour être instables et qu'aucun de ces modèles n'a reçu l'appui de la communauté financière. M. Kolbe est d'avis qu'un modèle bifactoriel sous-estime le risque relatif des services d'électricité américains et des sociétés canadiennes à tarifs réglementés contrairement au MEAF qui utilise le marché en général, si les bêta ne sont pas rajustés.

Présentations des intervenants

M. Booth, qui s'est appuyé sur le MEAF, a utilisé le même type d'équation que M. Vilbert, sauf avec des valeurs de paramètres différentes, pour calculer le coût des capitaux propres de TQM à recommander pour 2007 et 2008.

Selon M. Booth, les actions des services publics sont vulnérables au marché des obligations, d'où leur sensibilité aux taux d'intérêt, sensibilité qui n'est pas prise en compte par le MEAF. M. Booth a fait valoir qu'un modèle bifactoriel ne fait que rajuster partiellement les problèmes d'estimation reconnus comme étant propres au MEAF en incorporant directement le risque des obligations à long terme du gouvernement du Canada par le biais d'une prime de risque des taux d'intérêt. Le modèle bifactoriel de M. Booth s'appuie sur l'équation suivante :

$$r_e = r_f + (\gamma * IRP) + (\beta * MRP)$$

où r_f : taux hors risque basé sur les bons du Trésor
γ : facteur gamma
PRI : prime de risque des taux d'intérêt (prime sur les bons du Trésor)
β : facteur bêta
PRM : prime de risque de marché (prime sur les bons du Trésor)

Les estimations des gamma, présentées par M. Booth, ont été plus stables que les estimations des bêta. M. Booth a jugé que les rendements des actions de services publics sont moitié moins exposés au marché des actions que les rendements moyens des actions en général, et moitié

moins exposés au marché des obligations que les rendements des obligations à long terme du gouvernement du Canada.

M. Booth a également utilisé le modèle des FMA pour vérifier les résultats obtenus avec le MEAF; son modèle des FMA s'appuyait sur des données composites et des taux de croissance historiques. Selon lui, les estimations des FMA produites à l'aide des prévisions de croissance non rajustées des analystes sont carrément erronées car il est généralement accepté que les prévisions de bénéfices des analystes sont exagérément élevées.

M. Booth a soutenu que les estimations de M. Vilbert au moyen du MEDAF sont exagérément élevées car elles s'appuient sur une majoration de 1 % du taux hors risque, qui n'est valide que si le rendement des bons du Trésor à court terme est utilisé comme taux hors risque, alors que M. Vilbert a utilisé le rendement des obligations à long terme du gouvernement du Canada.

Selon M. Booth, rien n'indique que les bêta des services publics reviennent au coefficient 1,0 comme l'a laissé entendre M. Kolbe. Il est donc illogique, pense-t-il, de les pondérer au moyen d'un coefficient 1,0 en tant que « bêta rajusté », tel que suggéré par M. Kolbe, car on ne s'attend pas que leur risque augmente au niveau de celui d'une entreprise moyenne sur le marché.

4.2 Coût de la dette

Lors du calcul du CMPCAI des sociétés repères, M. Vilbert a utilisé une estimation du coût de la dette sur le marché pour chacune d'elles. L'estimation s'appuyait sur le rendement actuel révélé par un indice d'obligations de services publics correspondant à la cote de solvabilité de chaque société repère. Aucune des parties n'a contesté l'utilisation de ces valeurs.

4.3 Structure du capital

Présentations de TQM

La structure du capital employée pour l'estimation du CMPCAI des sociétés repères devrait, selon M. Kolbe, refléter le niveau de risque établi dans l'estimation du coût des capitaux propres. Il a indiqué que le niveau de risque dépend de la structure du capital à la valeur marchande de la société repère et non de la structure du capital à la valeur comptable, car le bêta et le coût des capitaux propres qui en résulte dépendent de la valeur marchande de l'endettement de la société.

M. Kolbe a estimé que les valeurs marchandes déterminent directement le degré de risque financier que les investisseurs en actions assument réellement. Si une entreprise est en partie financée par des emprunts et que sa valeur marchande totale fluctue, la valeur marchande du capital-actions fluctuera plus que la valeur marchande de l'entreprise. Cet endettement illustre le risque financier.

M. Kolbe a dit que les facteurs de pondération de la valeur marchande servant à calculer le CMPCAI des sociétés à tarifs réglementés ne sont ni redondants ni associés à un rendement excessif. L'utilisation des facteurs de pondération de la valeur marchande pour le calcul du CMPCAI n'impliquerait pas non plus l'abandon de la réglementation fondée sur la valeur comptable. M. Kolbe a affirmé que, dans la réglementation des tarifs, c'est pratique courante,

même en Amérique du Nord, d'appliquer un taux de rendement dérivé du marché à une base tarifaire établie selon la valeur comptable.

TQM a soutenu que la décision U99099 de l'Energy and Utilities Board (EUB) de l'Alberta (comme elle s'appelait alors) acceptait le principe du CMPCAI mais l'appliquait en utilisant la structure du capital à la valeur comptable car elle a interprété les conditions particulières de sa loi habilitante comme stipulant que le rendement du capital est établi en fonction de la valeur comptable de la base tarifaire, et non de la valeur marchande. TQM a fait remarquer que la *Loi sur l'Office national de l'énergie* ne dicte pas de méthode pour déterminer ce que sont des droits justes et raisonnables.

Pour calculer les estimations du MEAF et du MEDAF, M. Vilbert a estimé la valeur marchande moyenne du capital-actions de chaque société au cours des cinq dernières années afin de faire concorder les bêta estimés avec le degré de risque financier présent durant la période d'estimation. M. Vilbert a affirmé que cette concordance était optimale.

Présentations des intervenants

M. Booth a fait remarquer que le mandat de l'ONÉ est de déterminer des droits justes et raisonnables et qu'il ne devrait pas s'occuper de la maximisation ou de l'augmentation de la valeur au profit des actionnaires. Si l'Office souhaite s'appuyer sur le CMPCAI pour estimer le coût du capital de TQM, il devrait s'appuyer sur des facteurs de pondération liés à la valeur comptable des sociétés repères puisque ces facteurs de pondération devraient approximativement égaler, à long terme, les facteurs de pondération liés à la valeur marchande. L'ACPP a soutenu que, dans sa décision U99099, l'EUB a déclaré que ce serait abdiquer sa responsabilité que d'utiliser les facteurs de pondération liés à la valeur marchande dans le cadre de la réglementation du coût du service, position qui, selon l'ACPP, devrait être adoptée par l'ONÉ. Une méthode du CMPCAI qui serait fondée sur des facteurs de pondération liés au marché est fondamentalement incompatible avec le modèle canadien du coût du service servant à la réglementation des pipelines.

Selon M. Booth, le risque financier provient de l'imposition de frais d'intérêts fixes car l'entreprise doit payer ces intérêts avant de distribuer le produit du rendement des capitaux propres. Ce risque ne varie pas au gré des variations de la valeur marchande de l'entreprise. Le risque financier ne dépend donc que de la valeur comptable de la structure du capital de l'entreprise. L'ACPP a soutenu que l'utilisation des facteurs de pondération liés au marché serait intenable si les valeurs marchandes devaient chuter. L'ACPP a dit que, si cela se produisait, les services publics devraient à nouveau faire face à l'inquiétude d'obtenir un rendement suffisant pour maintenir leur intégrité financière et la capacité d'attirer des capitaux quelles que soient les conditions du marché. Elle a depuis estimé que l'utilisation de la valeur marchande favoriserait la redondance car les attentes des investisseurs, reflétées dans les valeurs marchandes, se trouveraient confirmées. Cela entraînerait des valeurs marchandes encore plus élevées et, partant, des rendements encore plus élevés lors de la prochaine instance réglementaire. Cela retarderait enfin le rajustement d'une valeur juste et raisonnable du RCA autorisé.

4.4 Taux d'impôt sur les bénéfices des entreprises

M. Vilbert a utilisé le taux marginal estimatif d'impôt sur les bénéfices de TQM, soit 31,9 %, pour calculer le coût de la dette après impôts pour les sociétés comparables[21]. Aucune des parties n'a contesté l'utilisation de cette valeur.

Opinion de l'Office

Au chapitre 3, l'Office a indiqué qu'il utilisera une démarche du CMPCAI pour déterminer le coût du capital de TQM pour 2007 et 2008. Il ressort clairement des divergences de vues exprimées plus haut sur les différents paramètres du CMPCAI qu'une démarche du CMPCAI peut être appliquée de diverses façons. Selon l'Office, ces diverses façons pourraient chacune représenter une méthode du CMPCAI différente. L'Office explique ci-dessous ses vues sur les divers aspects de la méthode du CMPCAI qu'elle a utilisée pour déterminer le coût du capital de TQM.

Méthodes du coût des capitaux propres

L'Office constate que le MEAF est largement accepté comme modèle du coût des capitaux propres. Ce modèle, utilisé par l'Office dans des instances antérieures, n'a pas été contesté dans la présente instance comme méthode d'estimation du coût des capitaux propres. Selon l'Office, le MEAF établit le risque qu'assument les porteurs d'actions ordinaires.

L'Office prend acte de la position de M. Vilbert selon laquelle les résultats du MEDAF méritent le plus grand poids car cette méthode fait des rajustements pour tenir compte des faiblesses empiriques du MEAF. Comme le taux hors risque à long terme est utilisé dans le MEAF, ce fait corrige déjà les résultats empiriques de ce modèle, bien que de façon sans doute imparfaite, croit l'Office. Pour utiliser le MEDAF d'une manière qui corrigerait cette éventuelle imperfection, l'Office devrait avoir la conviction que les faiblesses empiriques résiduelles du MEAF, après avoir utilisé le taux hors risque à long terme, sont importantes. L'Office estime que la preuve présentée dans cette instance ne lui a pas permis de conclure qu'elles sont importantes. C'est pourquoi l'Office ne s'appuiera pas sur le MEDAF lorsqu'il utilisera la méthode du CMPCAI.

L'Office constate que MM. Vilbert et Booth se sont tous deux appuyés sur le modèle des FMA pour vérifier les résultats auxquels ils sont parvenus à l'aide des méthodes dont il a été question plus haut. Selon l'Office, même si le modèle des FMA est intuitif et théoriquement solide, son application demeure difficile car les taux de croissance historiques ne reflètent peut-être pas ce qu'ils seront dans l'avenir et que les attentes des analystes

---

21 TQM a indiqué que les taux d'impôt sur les bénéfices de ses deux partenaires s'élèvent en moyenne à 32,185 % pour 2008, soit un écart de 0,285 % par rapport à l'estimation utilisée par M. Vilbert.

risquent d'être différentes de celles de l'ensemble des participants sur les marchés financiers. À cause de cette difficulté, l'Office ne s'appuiera pas sur le modèle des FMA mais bien sur le MEAF pour estimer le coût des capitaux propres des sociétés repères à l'aide de la méthode du CMPCAI.

Selon l'Office, le coût des capitaux propres des services publics réglementés en fonction d'une base tarifaire établie selon la valeur comptable est influencé par les fluctuations du marché des actions et du marché des obligations. L'Office estime qu'il serait utile d'avoir un modèle qui réussisse à combiner les deux aspects pour pouvoir juger du comportement particulier des actions d'un service public. L'Office estime qu'un modèle bifactoriel permet une approche plus intuitive pour régler la question de la sensibilité des taux d'intérêt, mais qu'un tel modèle n'a pas été suffisamment éprouvé pour qu'on puisse s'appuyer sur lui dans cette instance. D'autre part, l'Office n'a pas été convaincu que des bêta rajustés régleraient adéquatement la question de la sensibilité des taux d'intérêt étant donné qu'il s'agit d'une démarche spéciale plutôt que d'un rajustement systématique d'une ampleur appropriée. Selon l'Office, TQM n'a pas démontré que les bêta des services publics reviennent au coefficient 1,0, une hypothèse sur laquelle s'appuient les bêta rajustés. Pour le calcul du rendement de TQM, l'Office prendra en compte la sensibilité des taux d'intérêt dans les estimations du coût des capitaux propres car, selon lui, la fiabilité des estimations est rehaussée avec la reconnaissance de la sensibilité des taux d'intérêt dans le cas des actions de services publics.

Coût de la dette

L'Office constate que le coût de la dette sur le marché était supposé être le rendement actuel révélé par un indice d'obligations de services publics correspondant à la cote de solvabilité de chaque société repère. Selon lui, cette supposition est raisonnable eu égard aux efforts considérables que suppose le calcul du coût réel de la dette sur le marché de chacune des sociétés repères. L'Office accepte donc le coût estimatif de la dette sur le marché dans le CMPCAI estimatif des sociétés repères.

Structure du capital

Selon l'Office, un des avantages de la démarche du CMPCAI est qu'elle lui permet de comparer les rendements des différentes occasions d'investissement, indépendamment des décisions de financement. C'est de cette façon que les décisions sont habituellement prises dans le monde des affaires. Le CMPCAI permet la comparaison des rendements en même temps que la vérification du risque financier. Ainsi, les facteurs de pondération des composantes du capital employés pour calculer le CMPCAI devraient refléter le risque financier que chacune de ces composantes supporte dans la structure du capital d'une société.

L'Office constate qu'on a donné deux interprétations différentes du risque financier dans la présente instance :

- le risque financier peut être la variabilité de la valeur du capital-actions résultant de la variabilité du prix d'une entreprise sur le marché; ou
- le risque financier peut être la variabilité du revenu des actionnaires résultant des coûts de financement fixes d'une entreprise.

Dans sa décision RH-4-2001, l'Office a estimé que le risque financier est le risque inhérent à la structure du capital d'une société[22]. Il a également estimé que le risque financier augmente à mesure que la proportion de la dette s'accroît parce que les intérêts sur la dette doivent être payés et les obligations de remboursement satisfaites indépendamment de la rentabilité générale de l'entreprise. Cette définition est plus proche de la seconde interprétation du risque financier mentionnée plus haut.

Comme il l'a expliqué plus haut à la rubrique *Méthodes du coût des capitaux propres* de la section *Opinion de l'Office*, l'Office est d'avis que la valeur actuelle des flux monétaires escomptés d'une entreprise est une approche intuitive pour estimer sa valeur marchande actuelle. L'Office constate toutefois que les marchés ont démontré que le modèle véritable qui détermine les cours des actions est plus complexe que l'approche intuitive dont découle la valeur actuelle des flux monétaires escomptés. L'Office estime que dans l'ensemble, même si la valeur actuelle des flux monétaires escomptés ne peut déterminer la valeur de toutes les entreprises en toutes circonstances, elle demeure néanmoins un principe de théorie financière largement accepté. Cette conclusion signifie que la variabilité du revenu futur, tel qu'il est exprimé plus haut dans la seconde interprétation du risque financier, peut être une représentation raisonnable du prix de marché d'un élément d'actif. L'Office en conclut que les deux interprétations du risque financier sont cohérentes et qu'il n'a pas besoin de changer sa définition du risque financier, telle qu'exprimée dans la décision RH-4-2001.

Sur la base de l'information obtenue sur le CMPCAI des sociétés repères, l'Office estime que les facteurs de pondération de la valeur marchande devraient être utilisés pour comparer le risque financier réel que chaque composante du capital assume. Selon lui, les valeurs marchandes reflètent le niveau de risque financier qu'assument les actionnaires des sociétés repères. Ces valeurs marchandes, et en fin de compte le risque financier, sont déterminées par les attentes globales de l'ensemble des acteurs des marchés financiers. D'autre part, même si l'Office est conscient que les tendances de la valeur marchande ne sont pas atténuées par l'utilisation

22 Motifs de décision RH-4-2001, précité note 9, à la page 37.

des moyennes de cinq ans, il n'en constate pas moins que l'utilisation d'une structure du capital liée à la valeur marchande moyenne de cinq ans atténue le risque qu'une anomalie à court terme du cours de l'action d'une société repère puisse avoir une incidence indue sur les estimations du coût du capital. En optant pour les facteurs de pondération de la valeur marchande pour déterminer le CMPCAI de sociétés comparables, l'Office ne craint pas la redondance que cela pourrait créer car, selon lui, le coût du capital d'une entreprise réglementée ou non est déterminé par les attentes des investisseurs, comme on l'observe sur les marchés financiers.

Méthode du CMPCAI fondée sur le marché

Selon l'Office, aucune méthode du CMPCAI n'est parfaite; chacune a ses avantages et ses faiblesses.

Sur la base des constatations formulées dans ce chapitre, l'Office a décidé de s'appuyer sur une méthode du CMPCAI fondée sur le marché pour interpréter l'information qui peut être tirée des différentes sociétés repères comparables à TQM et des marchés financiers dans leur ensemble. Les renseignements supplémentaires que procure la méthode du CMPCAI fondée sur le marché, en ce qui concerne les rouages du marché financier et leur incidence sur le risque financier pour les actionnaires ont influé considérablement sur les décisions prises par l'Office au cours de l'instance. Le MEAF permet de préciser l'opinion de l'Office sur le coût des capitaux propres à la valeur du marché. Ce coût des capitaux propres et le coût de marché de la dette après impôts, combinés avec la valeur marchande de la structure du capital, produiront le coût global du capital des sociétés repères.

Chapitre 5

Risque commercial

Lorsqu'on se fie à la démarche du CMPCAI et à la méthode du CMPCAI fondée sur le marché, il est nécessaire de procéder à une évaluation du risque commercial pour deux raisons. D'abord pour répertorier les sociétés présentant un risque comparable, et ensuite pour évaluer les variations des risques de TQM depuis 1994. Dans les présents Motifs de décision, l'examen du risque commercial a consisté en l'évaluation du risque d'approvisionnement, du risque de marché, du risque de réglementation, du risque de concurrence et du risque d'exploitation. Les diverses formes de risque sont parfois reliées de manière inextricable et leurs interfaces souvent subjectives. Pour éviter les chevauchements, chaque concept est présenté sous une seule forme de risque, même si l'Office a pu le considérer sous diverses formes.

5.1 Risque à court terme et risque à long terme

Le concept du risque à court terme par rapport au risque à long terme peut faciliter la présentation et l'analyse des risques commerciaux

Présentations de TQM

Pour distinguer entre les divers risques commerciaux, TQM a défini les risques à court terme comme étant ceux qui influencent les résultats d'une société pipelinière ou d'un service public d'une année sur l'autre et les risques à long terme comme étant ceux qui subsistent sur une période donnée et causent des changements permanents à la vulnérabilité économique de l'entité réglementée. TQM a souligné que ces termes ne visent pas à distinguer entre les horizons prévisionnels, car les risques à long terme peuvent parfois se matérialiser à court ou à moyen termes et les risques à court terme peuvent continuer d'être supportés à plus long terme. M. Carpenter, au nom de TQM, a indiqué que les définitions des risques à court et à long termes proposées par M. Booth et énoncées plus bas correspondaient à celles de TQM.

TQM partage l'avis de son témoin expert, M. Carpenter, selon lequel les risques à long terme devraient avoir plus de poids lors de l'analyse comparative du risque commercial. Selon M. Carpenter, ce qui distingue les sociétés pipelinières des autres sociétés sur le plan des investissements, c'est le caractère irrécupérable de l'investissement à long terme, et la variabilité à court terme des résultats d'un investissement en actions ne constitue qu'une petite partie du risque commercial. TQM a également dit que la réglementation peut jouer un rôle dans la réduction du risque de volatilité des résultats à court terme mais qu'elle ne peut pas assurer le rendement à long terme du capital.

En tant qu'investisseur dans des pipelines, TransCanada a indiqué que sa principale préoccupation est le rendement à long terme qu'elle compte obtenir par rapport aux risques à long terme qu'elle doit assumer. Elle a dit que les porteurs d'obligations avaient un point de vue différent, considérant importantes les différences qui existent dans la variabilité des résultats à court terme. TransCanada a précisé que les agences de notation de crédit sont particulièrement préoccupées par les risques

auxquels font face les porteurs d'obligations. Elle a reconnu qu'une entreprise présentant un risque plus élevé du point de vue d'un porteur de titres de créances devrait être dédommagée sous forme de rendement plus élevé pour éviter la dégradation de sa cote de crédit.

Présentations des intervenants

Comme TQM, M. Booth a fait une distinction entre le risque financier à court terme et le risque financier à long terme. Même s'il n'a pas défini ces termes, il a décrit divers risques à court terme que provoque l'incertitude des résultats et des coûts, et il a indiqué que les principaux risques à long terme sont le risque de concurrence et le risque de recouvrement des capitaux, ce dernier étant déterminé surtout par l'offre et la demande sous-jacentes du produit visé. M. Booth a dit que les organismes de réglementation disposent de divers outils pour prémunir les services publics contre les risques et que l'histoire de la réglementation au Canada enseigne que les services publics sont effectivement protégés grâce à l'utilisation de comptes de report et au rééquilibrage prévu dans la méthode fondée sur l'année d'essai fixe future. M. Booth a cité l'exemple de Pacific Northern Gas (PNG) pour démontrer l'étendue de la protection des services publics par les organismes de réglementation canadiens. Selon lui, PNG est aux prises avec les plus graves difficultés de tous les services publics au Canada. En dépit des efforts entrepris par la British Columbia Utilities Commission pour contrer les difficultés de PNG, M. Booth a affirmé que la survie de l'entreprise était en jeu. Selon lui, il y a des limites à ce qu'un organisme de réglementation peut faire, par exemple si la demande n'est plus là.

M. Booth est d'avis que les investisseurs n'accordent pas toujours plus de poids aux risques à court terme ou aux risques à long terme; c'est du cas par cas, a-t-il dit. Il a également soutenu que l'octroi de rabais dans l'évaluation des titres a pour effet de réduire le montant du capital à risque dans le futur, ce qui signifie que si le risque est beaucoup plus éloigné dans le temps, on peut effectivement ne pas en tenir compte.

M. Booth a estimé que les porteurs d'actions et d'obligations ont des perspectives très semblables en ce qui concerne le risque à long terme, précisant toutefois que les porteurs d'obligations ont une perspective à long terme plus diligente. S'agissant des risques à court terme, il a dit que les investisseurs sur le marché des obligations ont tendance à envisager les flux monétaires et qu'ils sont plus axés sur les principes fondamentaux. Il a indiqué que les marchés des actions sont moins influencés par les investisseurs institutionnels et que, même s'ils sont intrinsèquement axés sur le long terme, les marchés des actions réagissent très violemment aux fluctuations à court terme des bénéfices du fait qu'ils réajustent leurs attentes face à l'avenir, ce qui est un exercice très difficile. M. Booth a dit que c'est toutefois moins vrai dans le cas des services publics car les faibles bénéfices résultant d'un facteur comme la météo ne devraient pas changer les attentes.

M. Safir a soutenu que la distinction qu'a faite M. Carpenter entre l'horizon à court terme et l'horizon à long terme est inappropriée car à long terme la matérialisation du risque n'est que le point culminant des comparaisons annuelles des rendements réels avec les rendements autorisés.

5.2 Risque d'approvisionnement

Le risque d'approvisionnement est le risque que la disponibilité matérielle de ressources en gaz naturel à prix concurrentiels affecte la capacité de TQM de générer des produits.

Présentations de TQM

TQM a indiqué que son risque commercial à long terme s'est accru, en partie en raison de l'augmentation de son risque d'approvisionnement. À titre d'illustration, elle a dit que les approvisionnements provenant du BSOC ont diminué depuis 2001 et que d'après les projections, on assistera à une baisse soutenue de la production de gaz classique. La volatilité des prix du gaz rend incertaine la mise en valeur de gaz non classique, pour ainsi contribuer davantage à l'augmentation du risque d'approvisionnement.

Selon TQM, le contexte du gaz naturel en Amérique du Nord a changé depuis 1994. En 1994, on disait que le BSOC représentait un bassin prolifique à faible coût sans grand risque d'approvisionnement. Dans la présente instance, la preuve présentée par M. Carpenter révèle que le marché du gaz d'Amérique du Nord dénonce une plus grande incertitude à l'égard de l'approvisionnement et du marché et que le resserrement de l'écart entre l'offre et la demande a entraîné une hausse sensible des prix et une plus grande volatilité.

Pour étayer sa position sur l'approvisionnement en gaz, TQM a présenté une étude du débit réalisée par TransCanada, qui comprend une évaluation du gaz naturel mis à la disposition de TQM par le réseau principal de TransCanada, qui livre le gaz produit dans le BSOC. L'étude a pris en considération les livraisons de gaz classique et non classique provenant du BSOC, le potentiel de l'approvisionnement en gaz du Nord, la demande de gaz naturel dans l'Ouest canadien et les éventuelles importations de gaz naturel liquéfié (GNL). L'étude s'est penchée sur trois scénarios : un scénario de base, un scénario de faible activité et un scénario de forte activité pour prendre en compte l'incertitude de l'approvisionnement en gaz.

TransCanada en a conclu que le BSOC arrive à maturité et que la production provenant de sources classiques a déjà atteint son sommet. Selon elle, la maturité du bassin et la baisse de la production se vérifient par les facteurs suivants :

- la productivité totale est en baisse;
- le recul de la production des puits individuels continue de s'intensifier;
- la production initiale des puits continue de diminuer;
- la durée de production est demeurée constante alors que le rythme annuel de raccordement des puits de gaz a considérablement augmenté, passant de 2 700 en 1990 à 15 900 en 2007;
- les coûts de la recherche et de la mise en valeur poursuivent leur progression, ce qui freine l'accroissement de la production.

Tous ces facteurs vont à l'encontre des attentes de 1994, année à l'aune de laquelle il faut comparer la présente demande.

Concernant les ressources non classiques de MH et de gaz de réservoir étanche, TransCanada a fait valoir que la majeure partie du gaz provenant de ces deux sources n'était pas considérée comme étant économiquement viable à l'aide de la technologie actuelle pour la période envisagée. Pour ce qui est de la mise en valeur du gaz de schistes, elle était d'avis que bien qu'elle soit possible, il était trop tôt pour en estimer les volumes. Elle prévoyait que la

production de gaz de schistes débuterait dans l'Ouest canadien en 2008 et augmenterait par petits volumes jusqu'en 2012

Dans ses projections, TransCanada a tenu compte de l'acheminement du gaz du Mackenzie en Alberta à compter de 2014-2015, mais elle a exclu le gaz de l'Alaska parce qu'elle considérait cette possibilité trop spéculative au moment du dépôt.

Lors de l'instance, TransCanada a reconnu la possibilité que des ressources de gaz soient mises en valeur au Québec à partir de sources classiques et non classiques, et que ses prévisions de l'offre en 2008 montreraient un faible volume de gaz en provenance du Québec en raison des développements qui ont eu cours récemment dans la province. TransCanada a reconnu que ces volumes sont hypothétiques et souligné que rien n'assurait qu'une quelconque source de gaz serait raccordée au réseau de TQM puisqu'elle pourrait se raccorder directement à celui de Gaz Métro.

Les débits des approvisionnements en provenance des diverses régions sont illustrés au tableau 5-1, alors que les estimations du potentiel ultime selon les régions et les types de gaz sont illustrés au tableau 5-2.

Tableau 5-1
Débits estimatifs des approvisionnements en gaz de TransCanada

Mm^3/j (Gpi^3/j)

	Scénario de base			Scénario de faible activité			Scénario de forte activité		
Région/Type	**2006**	**2012**	**2020**	**2006**	**2012**	**2020**	**2006**	**2012**	**2020**
BSOC - Sources classiques	466 (16.4)	431 (15.2)	293 (10.3)	466 (16.4)	357 (12.6)	279 (9.9)	466 (16.4)	470 (16.6)	398 (14.1)
BSOC - MH	11 (0.4)	37 (1.3)	59 (2.1)	11 (0.4)	28 (1.0)	51 (1.8)	11 (0.4)	51 (1.8)	88 (3.1)
BSOC - Gaz de schistes	0	n.d.	n.d.	0	0	n.d.	0	n.d.	n.d.
Delta du Mackenzie	0	0	34 (1.2)	0	0	23 (0.8)	0	0	51 (1.8)
Alaska	0	0	130 (4.6)	0	0	n.d.	0	0	n.d.
Canaport - GNL	0	n.d.	20 (0.7)	0	n.d.	20 (0.7)	0	n.d.	8 (0.3)
Québec - GNL	0	8 (0.3)	10 (0.4)	0	0	0	0	14 (0.5)	20 (0.7)

n.d. non disponible

Tableau 5-2
Estimation de TransCanada du potentiel ultime du gaz naturel

Gm^3 (Tpi^3)

Région/Type	**Scénario de base**	**Scénario de faible activité**	**Scénario de forte activité**
BSOC - Classique - Technique	8 952 (316)	7 853 (277)	10 595 (374)
BSOC - Classique - Économique	7 839 (277)	7 326 (259)	8 586 (303)
BSOC - MH	635 (22.4)	n.d.	1 071 (37.8)
BSOC - Gaz de schistes	n.d.	n.d.	n.d.
Delta du Mackenzie	1 728 (61)	878 (31)	1 728 (61)

TQM/TransCanada a présenté la preuve de sa capacité d'accès à d'autres approvisionnements en gaz, dont le gaz livré à TQM à partir de Dawn en Ontario, le GNL provenant d'installations au Québec et le gaz importé de la Nouvelle-Angleterre par le réseau de PNGTS.

Dawn a accès au gaz provenant des Rocheuses, du milieu du continent, du BSOC et de la côte du golfe du Mexique. Cependant, le gaz provenant de ces régions, livré via Dawn, ne serait pas aussi rentable que les approvisionnements obtenus du BSOC par le passé.

Quant à la possibilité de recevoir du GNL du Québec, on ignore si des installations seront construites, même si l'Office a approuvé un nouveau point de réception au terminal méthanier proposé de Gros-Cacouna. La réalisation du projet Rabaska, qui vise l'importation de GNL, est incertaine. TransCanada a dit qu'il risque de ne pas être construit ou s'il l'est, qu'un approvisionnement régulier n'est pas assuré. Dans l'étude du débit, TransCanada supposait, dans son scénario de base, qu'un terminal d'importation de GNL au Québec entrerait en service en 2012. Dans son scénario de forte activité, la capacité de GNL serait deux fois plus importante que dans le scénario de base, alors que son scénario de faible activité prévoit qu'il n'y aura pas de GNL importé au Québec.

Pour que du gaz puisse être importé de la Nouvelle-Angleterre, il faudrait que le sens d'écoulement de PNGTS soit inversé. Les quantités de gaz importé dépendraient des volumes de GNL importé dans cette région ou dans des installations du Canada atlantique, telle que le terminal Canaport (Canaport), qui importerait du GNL en vue d'approvisionner la Nouvelle-Angleterre.

TransCanada a terminé en disant que la possibilité de gaz acheminé sur TQM provenant d'ailleurs que le BSOC était incertaine.

Présentations des intervenants

Aucun des intervenants n'a présenté de preuve en opposition à celle fournie par le demandeur concernant l'approvisionnement en gaz classique et non classique du BSOC. Cela comprend les estimations du potentiel ultime, les nouvelles perspectives de l'offre et la hausse des coûts des nouveaux approvisionnements. Concernant l'approvisionnement en gaz extrait du BSOC, l'ACPP a évoqué la mise en valeur accélérée des ressources de gaz de schistes dans le nord-est de la Colombie-Britannique comme preuve que le bassin possède un potentiel supplémentaire pour de nouveaux approvisionnements en gaz qui n'a pas été pleinement reconnu par TransCanada. L'ACPP a soutenu que TransCanada a tout fait pour jeter un éclairage négatif sur le gaz de schistes au cours de la présente instance. Il faudrait également tenir compte du gaz de schistes et du gaz classique du Québec comme source d'approvisionnement potentielle, même si les volumes seront probablement faibles.

Dans sa plaidoirie sur les approvisionnements, l'ACPP a mis l'accent sur le rôle de Dawn dans la diversification des approvisionnements sur TQM, le rôle des importations de GNL dans la région, l'inversibilité du sens de l'écoulement du réseau de PNGTS et les récentes propositions visant à raccorder le gaz d'Alaska au réseau principal de TransCanada. Elle a interrogé TQM à propos des quantités qu'elle reçoit actuellement de Dawn. Dawn a accès de lui-même au gaz classique et non classique en provenance du BSOC, des Rocheuses, du milieu du continent et de la côte du golfe du Mexique, sans compter le GNL livré sur la côte du golfe ou au Mexique. L'inversion du sens de

l'écoulement du réseau de PNGTS permettrait à TQM d'avoir accès au gaz provenant des bassins d'approvisionnement américains et au GNL livré dans le Nord-Est des États-Unis et au Canada atlantique. L'ACPP, l'ACIG et l'Ontario ont toutes affirmé que cette diversification de l'offre a en réalité permis de diminuer le risque d'approvisionnement global de TQM.

En ce qui concerne les changements sous-jacents survenus sur le marché du gaz en Amérique du Nord, M. Safir, au nom de l'ACPP, a contesté l'opinion de TQM selon laquelle les prix sont plus volatils et incertains, et il s'en est pris en particulier à la mesure appropriée de la volatilité. Il a soutenu que la meilleure mesure statistique de la volatilité est le coefficient de variation et non pas la méthode de l'écart-type utilisée par TQM.

Réplique de TQM

TQM a indiqué que l'accès aux approvisionnements à Dawn en provenance d'autres sources que le BSOC procure à TQM une certaine flexibilité (comparativement aux marchés du réseau principal en amont de Dawn), mais que cela se fait au prix de mettre en danger l'application future du concept intégré du réseau principal pour la conception des droits et le recouvrement des coûts de TQM. L'augmentation des droits sur le réseau principal influerait sur les droits exigibles des expéditeurs ayant également des points de réception sur le réseau TQM. La baisse des débits sur le réseau principal découlant des approvisionnements moindre en provenance du BSOC se traduirait par une hausse des droits sur le réseau principal. En outre, prendre du gaz à Dawn pourrait annuler une partie du débit sur de longues distances sur ce réseau. Cela mènerait à une hausse des droits et, par conséquent, le prix du gaz livré au Québec, pour ainsi nuire à la compétitivité du gaz dans les marchés desservis par le réseau de TQM, y compris le prolongement PNGTS. TQM a souligné que le droit de la zone Est du réseau principal de TransCanada a augmenté de 0,90 $ le GJ en mai 1995 à 1,40 $ le GJ. TransCanada a maintenu que la majeure partie du gaz prenant origine à Dawn continuerait de provenir du BSOC. TQM a argué que les expéditeurs sur de longues distances du réseau principal ne verraient pas d'un bon œil de devoir partager les coûts du réseau de TQM si les fournisseurs de TQM n'utilisaient le réseau principal qu'en aval de Dawn et ne payaient que des droits pour le transport sur de courtes distances.

En réponse aux préoccupations exprimées par M. Safir à l'égard du calcul de la volatilité des prix, M. Carpenter a dit que l'écart-type est une mesure de la volatilité absolue des prix qui est plus pertinente que la méthode du coefficient de variation, qui mesure la variation relative. Il a soutenu que c'est le risque de prix absolu qui préoccupe les clients[23]. Il a de plus affirmé que les programmes de couverture de risque des services publics ont pris de l'ampleur au cours de la présente décennie et que cela démontrait que la volatilité absolue des prix est la mesure pertinente utilisée par les consommateurs ultimes.

5.3 Risque de marché

Le risque de marché comporte deux volets : le risque commercial qui découle de la taille globale du marché et celui qui résulte de la capacité du pipeline de capter une part du marché. La question de la part du marché, y compris l'aspect de la capacité qu'a le gaz naturel livré par

23 À titre d'exemple, il affirme qu'une augmentation de 1,50 $/décatherme (Dth) à un prix sous-jacent de 8 $/Dth (donnant un coût de 20 % environ) ne devrait pas être considérée comme moins risquée qu'une augmentation de 0,70 $/Dth à un prix sous-jacent de 2,20 $/Dth (donnant un coût de 30 % environ).

TQM de concurrencer les combustibles de rechange sur le marché du Québec et celui de la capacité de TQM, grâce au prolongement vers PNGTS[24], de capter une part du marché de la Nouvelle-Angleterre, est traitée à la section 5.4, Risque de concurrence.

Présentations de TQM

TQM a dit que la hausse de la consommation de gaz naturel escomptée au Québec ne s'est pas matérialisée et que les pertes au chapitre de la consommation industrielle depuis 1994 ont causé de grandes incertitudes quant à l'utilisation future des actifs de TQM pour servir les consommateurs de gaz du Québec.

TQM sert le marché du Québec par le biais du réseau local de distribution de Gaz Métro. Gaz Métro livre 97 % des volumes de gaz consommés au Québec. La preuve présentée par TQM concernant le marché québécois se fondait sur la consommation historique et les prévisions de Gaz Métro. M. Carpenter, au nom de TQM, a exposé la consommation historique normalisée de gaz naturel par client pour plusieurs catégories de tarifs au sein du marché de Gaz Métro, laquelle a révélé une tendance à la baisse de la consommation depuis 1994.

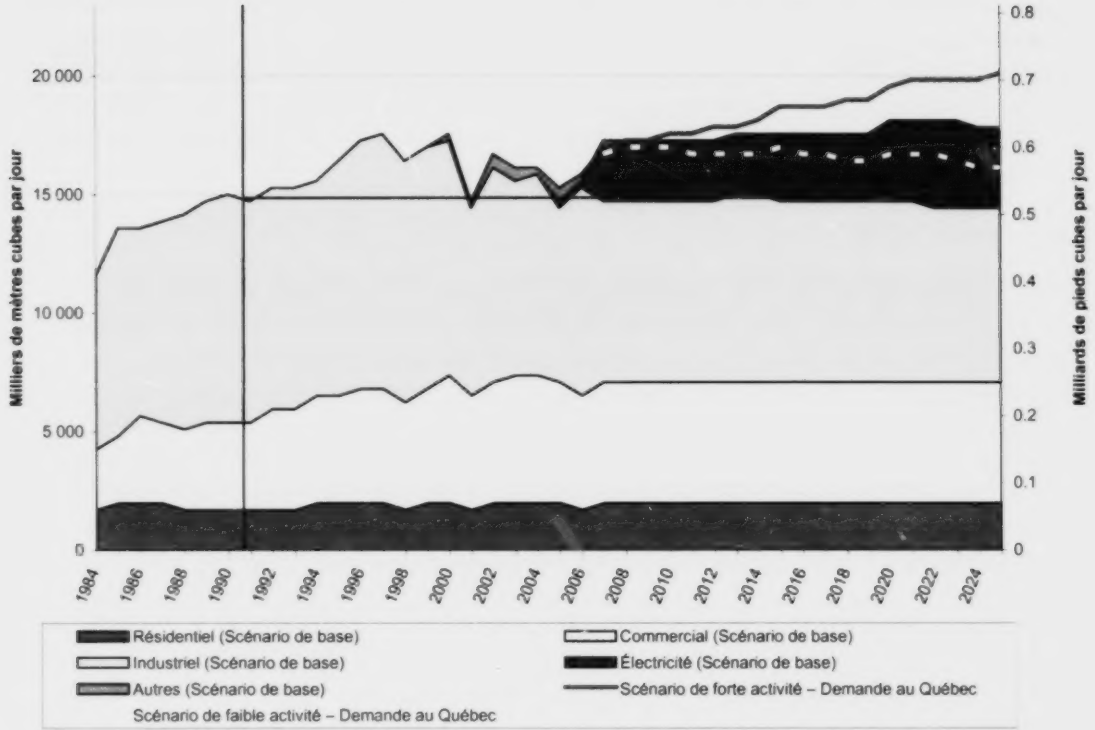
TQM possède une base de consommateurs industriels relativement grande dans le secteur de l'industrie primaire, qui tend à être plus variable et moins prévisible que les secteurs résidentiel et commercial. La preuve déposée par TQM, qui s'appuie sur la consommation historique de Gaz Métro, a révélé une diminution du nombre de clients industriels et de la consommation de gaz depuis 1994. La production d'électricité au moyen de gaz naturel est un secteur relativement nouveau au Québec, qui augmente la demande potentielle de gaz. La centrale électrique de Bécancour, qui est entrée en service en septembre 2006, était censée compenser la baisse de la demande constatée depuis 1994 dans d'autres secteurs industriels. La centrale de Bécancour a toutefois suspendu ses activités en 2008 et son utilisation future est incertaine.

L'étude du débit comportait trois scénarios sur la demande de gaz au Québec. Le scénario de base prévoyait une croissance moyenne annuelle de la demande de 0,4 %, avec une demande industrielle relativement stable se situant au bas de sa fourchette historique. Le scénario de forte activité prévoyait un taux de croissance moyenne annuelle de 1 %, et le scénario de faible activité un taux de diminution moyenne annuelle de 0,2 %. TransCanada n'a pas fait de prévisions par secteur de la demande au Québec pour les scénarios de forte et de faible activité. Elle a plutôt rajusté la demande globale du Québec dans les scénarios de forte et de faible activité pour simuler une fourchette de résultats jugée par elle raisonnable. La figure 5-1 ci-dessous illustre la consommation de gaz naturel historique et prévisionnelle par secteur au Québec. Les livraisons réelles transitant par TQM ne forment qu'une partie, quoique considérable, de la demande totale du Québec.

---

24 En 1997, l'Office a approuvé la construction et l'exploitation d'installations supplémentaires de transport de gaz naturel pour prolonger le réseau de TQM de Lachenaie à East Hereford, près de la frontière canado-américaine. Ce prolongement permettait de raccorder le réseau de TQM au réseau de PNGTS pour servir les marchés du nord-est des États-Unis. Office national de l'énergie, Motifs de décision GH-1-97, Gazoduc Trans Québec & Maritimes Inc. Prolongement vers PNGTS, avril 1998.

Figure 5-1
Demande de gaz naturel au Québec par secteur



Source : Demande de TQM

Présentations des intervenants

Selon l'ACPP, il n'y a pas eu de variation du risque de marché pour TQM depuis 1994, et cette position a été appuyée par la preuve de MM. Safir et Booth et celle de l'ACIG. M. Safir a affirmé que la demande de gaz au Québec n'a relativement pas évolué depuis 1989 et que TQM a en fait été en mesure d'accroître ses livraisons et l'utilisation de sa capacité depuis ce temps. MM. Booth et Safir ont tous les deux indiqué que la demande selon eux ne serait probablement pas très différente dans les années à venir.

L'ACPP a ajouté que le risque résultant de la grande consommation industrielle n'a pas augmenté depuis 1994 et que l'absence de diversification du marché et la volatilité de la grande consommation industrielle du secteur primaire avaient été jugées un risque par TQM dès 1994. Il y a eu peu de changement sur une base historique et pas de changement sur le plan prévisionnel dans la demande au Québec entre les secteurs résidentiel, commercial et industriel. Au nom de l'ACPP et de l'ACIG, M. Trahan a indiqué qu'il croyait à la reprise de la production de la centrale électrique de Bécancour en 2010.

L'ACPP a maintenu que si le débit en 2025, que le scénario de base estime à 12,75 Mm^3/j (0,45 Gpi^3/j), était amputé du gaz destiné à la production d'électricité et des exportations

restantes sur le réseau de PNGTS, le débit serait comparable à celui de 1994, soit environ 8,5 Mm^3/j (0,30 Gpi^3/j) contre 8,22 Mm^3/j (0,29 Gpi^3/j) en 1994.

La restructuration de l'industrie depuis 1994 a permis aux industriels du Québec de soutenir la concurrence et d'être mieux placés pour y faire face dans l'avenir, a expliqué l'ACIG. Elle a ajouté que les perspectives de croissance de la consommation industrielle sont favorables, mais n'a pas fourni de prévisions économiques à l'appui. L'ACIG a également fait remarquer que Gaz Métro prévoyait une croissance industrielle plus forte à court terme que TransCanada, soit à 4,17 % par an entre 2008 et 2011.

Réplique de TQM

TQM a estimé que même si la consommation globale de TQM n'a pas diminué (les volumes distribués ont stagné au cours des 14 dernières années), la preuve révèle par ailleurs que Gaz Métro et TQM ont dû toutes deux augmenter considérablement leurs dépenses en immobilisations afin de maintenir le même niveau de débit de leur réseau respectif. Les dépenses en immobilisations de TQM ont porté notamment sur la construction du tunnel entre Québec et la rive sud du Saint-Laurent en 1995-1996, l'agrandissement de la station de compression à Lachenaie, au Québec, en 2006 et l'addition de Montréal-Est comme point de livraison le long du prolongement de TQM vers PNGTS. Gaz Métro a augmenté de 45 % ses investissements sur son réseau pour maintenir et accroître son marché.

TQM a fait remarquer que l'ACIG a été incapable de fournir des données à l'appui de sa position voulant que la demande industrielle au Québec augmentera du fait que les fermetures d'usines et les rationalisations ont déjà été réalisées et que la demande, de ce fait, ne peut qu'aller en augmentant.

TQM a dit que la Régie de l'énergie du Québec (la Régie) a conclu que depuis 1999 le risque de marché du gaz au Québec a augmenté. Elle a attribué cette situation à la volatilité et la hausse des prix du gaz, à l'incidence de ces prix sur la concurrence avec d'autres sources d'énergie et à la crainte de perdre des volumes industriels.

5.4 Risque de concurrence

Le risque de concurrence est le risque commercial qui résulte de la concurrence qui s'exerce aux deux extrémités d'un réseau pipelinier, c'est-à-dire du point de vue des approvisionnements et des marchés. Il influe directement sur le risque commercial car il offre des choix aux clients pour l'expédition ou l'achat de gaz naturel. Dans les présents Motifs de décision, la question de la part du marché, qui comprend la question de la capacité du gaz naturel livré par TQM de concurrencer les combustibles de rechange sur le marché du Québec et celle de la capacité de TQM, grâce au prolongement vers PNGTS, de capter une part du marché de la Nouvelle-Angleterre, sont traitées dans le cadre du risque de concurrence.

5.4.1 Combustibles de rechange

Présentations de TQM

TQM a indiqué qu'à long terme elle perdra des marchés au profit des combustibles de substitution et des sociétés pipelinières concurrentes. Selon elle, la baisse de la consommation de gaz naturel au Québec s'explique par une baisse de la compétitivité du gaz naturel par rapport à l'électricité et au mazout. Elle est maintenant exposée à un risque beaucoup plus grand, qui lui est particulier. Les activités du secteur industriel ont diminué en réaction aux conditions macroéconomiques et aux coûts des combustibles.

La baisse de compétitivité du gaz naturel sur le marché québécois est due en partie au prix en termes absolus et à la stabilité du prix de l'électricité par rapport à la volatilité du prix du gaz naturel.

Gaz Métro a estimé qu'environ 90 % de ses clients du service interruptible ont la capacité de passer à une autre source d'énergie et que la grande majorité d'entre eux passerait au mazout s'il était économique de le faire. À la fin de 2007, Gaz Métro dénombrait 206 clients du service interruptible pour une consommation annuelle de 943,32 Mm^3 (33,3 Gpi^3).

TQM a dit que depuis toujours le prix de l'électricité au Québec est inférieur à celui du gaz naturel. Elle a ajouté qu'en fait, l'électricité est subventionnée en vertu d'une politique du gouvernement de la province. L'absence de compétitivité du gaz naturel va probablement subsister, a soutenu TQM, étant donné que les tarifs résidentiels d'électricité au Québec devraient rester stables et prévisibles, à raison d'une augmentation annuelle de 2 % environ, un taux inférieur au taux d'inflation actuel.

Présentations des intervenants

M. Safir a indiqué que rien n'indique que l'attractivité relative du gaz naturel va diminuer. Selon les prévisions utilisées dans l'étude du dépit, le prix du gaz naturel par rapport à celui du mazout résiduel est en deçà des niveaux enregistrés au cours des 12 dernières années. Depuis quelques années, le prix relatif de l'électricité a augmenté dans le cas du secteur résidentiel. M. Safir a précisé que le désavantage historique du gaz naturel par rapport à l'électricité est déjà pris en compte dans la proportion du capital-actions accordée à TQM dans l'instance RH-2-94.

Selon l'ACIG, l'étude du débit n'a pas suffisamment tenu compte de la migration vers le gaz naturel d'une partie des volumes qui ont été perdus au profit du mazout n° 6 depuis le début de 2000. Le désavantage concurrentiel qu'accusait dans le passé le gaz naturel par rapport au mazout n° 6 s'est sensiblement inversé récemment. De plus, le programme de l'Agence de l'efficacité énergétique atténuera les obstacles d'un plus grand nombre d'industries québécoises qui choisiront le gaz naturel. Lors de l'audience, l'ACIG a dit que la stratégie énergétique du Québec et l'incitatif fiscal que procure le Fonds vert encourageront les clients industriels à délaisser les produits pétroliers pour le gaz naturel. M. Trahan a indiqué que même si ces programmes amélioreront la position concurrentielle du gaz naturel, il sera encore désavantagé par rapport à l'électricité au Québec, sauf que l'écart entre les deux se rétrécirait à la faveur de ces politiques. L'ACIG a soutenu que comme ces programmes et incitatifs n'existaient pas en

1994, cet aspect du risque de marché de TQM s'est estompé. Le Fonds vert est un programme volontaire et l'invitation à souscrire au programme a été lancée en juin 2008, de sorte qu'il n'a pas été possible de déterminer pour l'instant le niveau de participation.

L'ACIG a expliqué que de nombreuses industries ont des besoins distincts en énergie thermique et électrique, qui ne sont pas interchangeables, et qu'il leur est donc impossible de passer du gaz naturel à l'électricité et inversement. Pour certaines d'entre elles, le gaz naturel peut se révéler nécessaire pour des applications très spécifiques qui ne permettent pas l'utilisation de combustibles de rechange. L'électricité n'est pas un concurrent direct pour les besoins en chauffage industriel. L'ACIG a indiqué que les coûts de conversion d'une usine qui souhaite passer d'un combustible à un autre sont tels que les décisions d'investissement ne peuvent pas être prises à la légère : au contraire, elles doivent être prises en fonction d'une analyse à long terme et non en fonction du risque de volatilité à court terme. Une fois qu'on a opté pour un combustible et que le capital a été investi à un emplacement donné, il est peu probable que l'entreprise reconfigure son usine au profit d'un autre combustible. De plus, le gouvernement du Québec va limiter le nombre de clients individuels autorisés à convertir des sources d'énergie au profit de l'électricité lorsqu'il s'agit d'activités existantes. Le nouveau plafond consenti à une entreprise individuelle sera désormais fixé à 50 MW, contre 175 MW auparavant.

Les témoins de l'ACIG et de l'ACPP se sont demandé dans quelle mesure, au-delà de 2008, le prix de l'électricité au Québec va augmenter à cause du plafonnement des approvisionnements historiques et de l'intention clairement énoncée au Québec d'orienter les consommateurs d'électricité vers des prix correspondant aux coûts réels afin d'encourager les économies d'énergie. Cela aura pour effet d'atténuer dans le futur l'établissement de tarifs privilégiés par rapport au gaz naturel.

L'Ontario a indiqué qu'une transformation est en cours dans le secteur de l'électricité au Québec, qui aura pour effet de diminuer le risque historique auquel le gaz naturel fait face par rapport à l'électricité. L'Ontario a ajouté que le niveau global de risque auquel TQM fait face par rapport à l'électricité dans les secteurs résidentiel, commercial et industriel au Québec a diminué. Les programmes du gouvernement du Québec visant à réduire la dépendance de l'industrie à l'égard du mazout lourd et les initiatives de Gaz Métro en matière d'environnement améliorent les perspectives de la consommation de gaz naturel et réduisent le risque de TQM.

Réplique de TQM

Même si les politiques et les programmes environnementaux mis sur pied par le gouvernement du Québec favorisent les énergies plus propres comme le gaz naturel et sont susceptibles de promouvoir le passage du mazout au gaz naturel à brève échéance, TQM a estimé que ces programmes à moyen et long termes favoriseraient le passage global des combustibles à base de carbone à l'électricité. Selon TQM, les surplus d'hydroélectricité devraient se maintenir au Québec, ce qui est confirmé par la fermeture de la centrale électrique de Bécancour. TQM a fait remarquer que la contribution annuelle des consommateurs de gaz au Fonds vert s'est élevée à environ 40 millions de dollars, alors que les consommateurs d'électricité n'ont pas été obligés d'y contribuer. Cette contribution des consommateurs de gaz a entraîné à elle seule une hausse de 2 % des tarifs de Gaz Métro pour 2008.

5.4.2 Marché concurrentiel et risque d'exportation pour PNGTS

Traitement de PNGTS

Présentations des intervenants

L'ACPP a fait remarquer que ni TQM, ni TransCanada pour son réseau principal, n'a demandé de changer la structure de son capital lorsqu'elle a demandé de construire le prolongement vers PNGTS. L'ACPP et M. Safir ont affirmé que l'argument avancé par TQM voulant que le prolongement vers PNGTS a augmenté son niveau de risque ne convainc pas; selon eux, la véritable question est de savoir si les risques associés au prolongement vers PNGTS ont concrètement augmenté depuis que la demande de construction des installations a été faite.

Réplique de TQM

Les politiques et programmes adoptés récemment par le Québec favorisent les énergies propres, tel le gaz naturel, et pourraient promouvoir la substitution du gaz naturel au mazout à court terme. TQM était d'avis que de tels programmes encourageraient à moyen terme le remplacement global des combustibles à base de carbone par l'électricité. TQM a dit qu'au moment où elle a fait sa demande de prolongement vers PNGTS, la décision RH-2-94 avait été rendue depuis peu et elle a soutenu que les rendements établis à l'aide de la formule RH-2-94 étaient considérés plus raisonnables à ce moment-là qu'ils ne le sont aujourd'hui. M. Carpenter a affirmé que si l'on suivait la logique de M. Safir, cela voudrait dire que les organismes de réglementation ne tiendraient jamais compte des circonstances nouvelles lorsqu'ils évaluent le rendement autorisé d'une entreprise.

Marché concurrentiel et risque d'exportation pour PNGTS

Présentations de TQM

TQM a soutenu que le risque commercial associé au prolongement de TQM vers PNGTS est fonction de la concurrence pour la demande d'exportation au sein du marché de la Nouvelle-Angleterre, laquelle n'existait pas pour TQM en 1994. Cette concurrence va augmenter avec l'achèvement du terminal méthanier Canaport au Nouveau-Brunswick et d'autres installations de GNL, comme Gateway LNG, et avec les projets d'agrandissement de gazoducs en Nouvelle-Angleterre, qui enlèveront probablement des parts de marché au gaz du BSOC qui est livré grâce au prolongement vers PNGTS.

M. Carpenter a expliqué que TQM a investi 317 millions de dollars dans le prolongement vers PNGTS, ce qui représente maintenant 53 % de sa base tarifaire non amortie. Il a ajouté que la concurrence accrue à l'égard des volumes à transporter par le prolongement de TQM jusqu'à East Hereford a fait augmenter le risque que les coûts et le rendement associés à ces actifs ne soient pas recouvrés pendant la durée de vie des actifs. L'étude du débit prévoit dans tous les scénarios une baisse des débits sur le gazoduc de TQM jusqu'à East Hereford en raison des importations au terminal Canaport qui étaient censées débuter à la fin de 2008. La fourchette d'incertitude de ces prévisions est illustrée par les résultats des scénarios de forte et de faible activité, qui dépendent fortement du moment où le GNL importé au Québec entrera dans le réseau de TQM – si la situation se concrétise – et circulera dans ce dernier.

Présentations des intervenants

L'ACPP a estimé que plutôt d'augmenter le risque commercial de TQM, le prolongement vers PNGTS a au contraire procuré à TQM des marchés plus nombreux et plus avantageux. M. Safir a soutenu qu'en développant ces marchés, TQM s'expose à un risque soit égal, soit inférieur à celui auquel elle était exposée en 1994. L'Ontario a abondé dans le même sens. M. Safir a indiqué qu'en 1994, PNGTS n'était pas lié à TQM sur le plan de l'exploitation et qu'à cette époque-là il y avait déjà un risque que les niveaux de débit diminuent sur le réseau de TQM. TQM a atteint un taux de croissance au-delà des attentes exprimées en 1994 et si les débits devaient diminuer pour revenir aux niveaux prévus à l'origine, TQM ne devrait pas prétendre qu'elle est dans une situation plus défavorable que lorsque son ratio du capital-actions a été établi. L'ACPP a soutenu que le prolongement vers PNGTS était présenté en 1997 comme un « débouché » alors qu'il est présenté maintenant comme un « risque ».

L'ACPP a ajouté que la concurrence du terminal méthanier Canaport par le biais du réseau de Maritimes and Northeast Pipeline n'est pas nouvelle; déjà en 1997, le risque provenait de l'augmentation escomptée de la production extracôtière de l'île de Sable. Actuellement, les livraisons de GNL au terminal Canaport se substituent à la production escomptée de l'île de Sable et selon l'étude du débit, il n'est pas certain que les volumes en provenance du terminal Canaport atteindront les niveaux escomptés par TransCanada. Le contre-interrogatoire des témoins de TQM effectué par l'ACPP a révélé l'incertitude des importations de GNL vers le nord-est des États-Unis, étant donné que les nouvelles installations de GNL n'ont pas été utilisées à ce jour en 2008. De plus, les témoins de TQM ont évoqué la disparité des prix entre les faibles prix du gaz nord-américain et les prix élevés du GNL ailleurs dans le bassin atlantique et au Japon.

Le nombre de projets actuellement mis en service ou devant être mis en service dans le Nord-Est américain ne semble pas, aux yeux de l'ACPP, entraîner une augmentation du risque pour PNGTS. L'ACPP a estimé que c'est la disponibilité des approvisionnements canadiens aux fins d'exportation qui cause le risque et non la concurrence des autres gazoducs. Selon le scénario de forte activité présenté dans l'étude du débit, l'impact sur PNGTS serait moins grand. TransCanada a analysé tous les mouvements de gaz en Amérique du Nord dans le cadre de son étude du débit, et la concurrence provenant des autres projets n'a pas été considérée comme un facteur de risque dans le marché du Nord-Est, sauf les livraisons de GNL en provenance du terminal Canaport.

L'ACPP a enfin soutenu que PNGTS a été construit sur la base de contrats de 20 ans, ce qui donne aux expéditeurs un solide incitatif à tirer parti de ces contrats, et TransCanada elle-même continue de dire au marché que PNGTS est une des passerelles qui mènent aux marchés américains prometteurs.

L'Ontario a indiqué que le volume potentiel émanant du terminal Canaport est très faible par rapport au marché de la Nouvelle-Angleterre qu'il était censé servir, si bien qu'il n'augmente pas le risque de TQM. Elle a précisé que l'incertitude à l'égard des approvisionnements à long terme de GNL provient également de l'incertitude des contrats d'approvisionnement à long terme de GNL pour les terminaux méthaniers américains.

Réplique de TQM

TQM a affirmé que le débit global de TQM demeure aux niveaux de 1994 uniquement à cause de la demande combinée du marché du Québec et du marché d'exportation via le prolongement vers PNGTS. L'avocat de TQM a de plus soutenu que Gaz Métro a radié en 2008 plus de 20 % de son investissement dans le gazoduc PNGTS, ce qui révèle un changement important du contexte d'exploitation dans lequel évolue PNGTS et une incertitude croissante à l'égard du recouvrement des fonds initialement investis dans ce réseau.

TQM a expliqué, dans sa contre-preuve et en réponse à des demandes de renseignements, que lorsque le prolongement vers PNGTS a été envisagé, l'étude menée par TransCanada portait uniquement sur la demande de gaz naturel dans le Nord-Est des États-Unis et qu'elle ne tenait pas compte de la production gazière au large des côtes de la Nouvelle-Écosse. TQM a ajouté qu'à l'époque elle se concentrait surtout sur la recherche de marchés pour les approvisionnements en gaz excédentaires en provenance du BSOC et qu'elle prévoyait une croissance plus forte de la demande dans le Nord-Est américain[25]. Depuis lors, les prévisions de production du BSOC et de la demande dans l'Ouest canadien ont sensiblement changé, en ce sens que les exportations provenant de cette région ont diminué, d'où un recul des attentes face à la stabilité du débit sur le prolongement vers PNGTS.

En ce qui concerne le risque que représentent pour PNGTS les importations de GNL, M. Carpenter a répliqué que les projets de GNL qui vont concurrencer TQM sont soit achevés, soit déjà en construction, alors que les projets visant à approvisionner TQM en sont encore à l'étape de l'élaboration, lorsqu'ils n'ont pas été suspendus.

5.5 Risque d'exploitation

Le risque d'exploitation est le risque auquel la capacité de générer des produits est exposée en raison de facteurs techniques et opérationnels.

Présentations de TQM

La seule intervention de TQM au sujet du risque d'exploitation a été en réponse aux demandes de renseignements sur l'inversibilité du sens de l'écoulement du prolongement vers PNGTS. TQM a indiqué que d'après des évaluations de l'inversion du sens de l'écoulement effectuées dans le passé, elle était matériellement capable de transporter des volumes en sens inverse et que, dans des circonstances inhabituelles ou en cas d'urgence, elle pourrait le faire même sans devoir modifier les installations. TQM a toutefois souligné que ces évaluations n'avaient pas été approfondies au point d'examiner d'éventuelles restrictions – gouvernementales, réglementaires ou matérielles – qui pourraient se révéler particulièrement importantes dans des scénarios de non-urgence.

---

25 Lorsque TQM a demandé l'autorisation de construire le prolongement vers PNGTS en 1997, cet investissement visait à compenser l'absence de diversification du marché pour TQM et les prévisions établissaient le taux de croissance annuel moyen de la demande de gaz naturel au Québec à 2,7 % et en Nouvelle-Angleterre à entre 1,0 et 1,7 %. (Voir GH-1-97, Motifs de décision, précité note 24, à la page 5].

Présentations des intervenants

L'ACPP a indiqué que même si TQM demeure un réseau à canalisation unique, elle dispose maintenant d'installations de compression, un élément nouveau par rapport à 1994. À cet égard, elle a fait remarquer que TQM est exploitée par TransCanada, un exploitant de stations de compression d'expérience. L'ACPP a souligné que la nouvelle sécurité opérationnelle que procurent le prolongement vers PNGTS et l'éventuelle inversibilité du sens de l'écoulement sert de contrepoids. L'ACPP ne s'est pas prononcée sur la question de savoir si TQM a connu une variation nette du risque d'exploitation.

5.6 Risque de réglementation

Le risque de réglementation est le risque auquel la capacité d'un élément d'actif de générer des produits est exposée en raison du mode de réglementation de la société.

Traitement de TQM en tant que partie du réseau principal intégré de TransCanada

Présentations de TQM

Depuis qu'il a été mis en service, le réseau de TQM est traité comme faisant partie du réseau principal intégré de TransCanada. Le contrat à la base de cet arrangement, en vertu duquel TransCanada détient pratiquement la totalité de la capacité de TQM, a débuté en 1982. TQM a dit que ce contrat a été modifié plusieurs fois depuis; par exemple, en 1998, le contrat a été prolongé jusqu'en 2013 pour ce qui concerne les volumes principaux, en raison de la construction du prolongement vers PNGTS. En plus des volumes principaux sous contrat jusqu'en 2013, certains autres sont également sous contrat jusqu'en 2017 et 2018. Chaque expéditeur, au lieu de passer un contrat directement avec TQM, transige avec TransCanada pour les livraisons vers les destinations hors du réseau de TQM. Actuellement, plus de 99 % des besoins en produits de TQM sont recouvrés de TransCanada sous forme de douze paiements mensuels, et TransCanada inclut ces paiements dans ses besoins en produits au titre du coût de transport par des tiers.

M. Carpenter a présenté un élément de preuve révélant que les contrats conclus par les expéditeurs sur le réseau principal intégré de TransCanada avec des points de livraison hors du réseau de TQM avaient une durée moyenne pondérée restante de 3,2 ans au 15 novembre 2007. Il a évoqué l'expiration en 2013 des volumes principaux prévus au contrat visant le réseau principal intégré, et il a soutenu que l'écart entre la durée de 3,2 ans et l'expiration en 2013 laisse craindre pour l'avenir du concept du réseau principal intégré. M. Carpenter a affirmé que les circonstances au moment où les droits de TQM ont été établis pour la première fois depuis son intégration au réseau principal – notamment les prix réglementés du gaz en tant que produit de base et la volonté du gouvernement fédéral de promouvoir la mise en place d'un marché du gaz au Québec – étaient bien différentes d'aujourd'hui. Autre différence importante aux yeux de M. Carpenter : contrairement à 1994, les approvisionnements en provenance du BSOC ne sont plus en mode de croissance et la capacité pipelinière n'est plus insuffisante.

Si les contrats de livraison vers East Hereford ou d'autres destinations du marché intérieur du Québec n'étaient pas renouvelés, TQM a soutenu que TransCanada pourrait être contrainte à

changer la conception des droits de son réseau principal et de retirer du réseau intégré une partie ou la totalité de la capacité qu'elle détient actuellement sur le réseau de TQM. M. Carpenter et TQM ont tous deux reconnu que le concept du réseau principal intégré posait certaines difficultés. TQM a ajouté que des circonstances nouvelles pourraient entraîner d'autres difficultés pour le concept du réseau principal intégré, si par exemple les volumes diminuaient sur le réseau de TQM, si les droits augmentaient sur le réseau principal de TransCanada ou si les livraisons de TQM prenaient leur origine de plus en plus au carrefour Dawn.

Si elle devait être traitée à part et non plus comme partie du réseau principal intégré, TQM a dit qu'un tel changement entraînerait une augmentation des droits sur les livraisons hors du réseau de TQM, ce qui nuirait à la compétitivité de son réseau. TQM a évoqué plusieurs conséquences que ce changement aurait sur les droits en partant de plusieurs hypothèses.

Présentations des intervenants

M. Booth a indiqué qu'en raison du contrat qu'a conclu TransCanada pour la capacité du réseau de TQM, TQM est protégée contre les fluctuations de revenus attribuables aux variations de débit et également contre les problèmes liés à la solvabilité des expéditeurs. L'ACPP a cité les Motifs de décision RH-2-94 où l'on peut lire que le contrat « réduit le coût unitaire élevé de TQM et donne à la société une meilleure garantie de recouvrement de la totalité de ses coûts »[26]. L'ACPP a soutenu que l'ONÉ a été clair et constant dans le traitement de TQM comme partie du réseau principal intégré et qu'il a récemment réaffirmé ce traitement dans les Motifs de décision RH-1-2007, ce qui, selon l'ACPP, devrait apaiser le débat. L'ACPP a estimé que le risque de voir l'ONÉ suspendre ce contrat demeure faible et qu'il n'a pas augmenté[27]. L'ACPP a également évoqué la possibilité que TQM puisse obtenir des volumes élevés par rapport au réseau principal, en raison par exemple de l'avènement du GNL au Québec, de sorte qu'elle tirerait profit de l'abandon du concept actuel de réseau principal intégré.

L'ACIG a soutenu qu'en vertu du contrat qui la lie à TransCanada, TQM a été épargnée des impacts qu'a subis Gaz Métro par suite des pertes de charge industrielle et qu'elle continue d'être assurée d'en recouvrer les coûts pleinement. L'ACIG a également affirmé que ce contrat, qui ne risque pas de changer, est la principale raison pour laquelle les risques de TQM dans leur ensemble ont peu changé depuis 1994, et que tant que le contrat reste inchangé, il demeure la considération première en ce qui concerne le risque commercial, particulièrement pour 2007 et 2008.

L'Ontario a soutenu qu'il est illogique de la part de TQM de proposer qu'on examine sa santé financière, sans tenir compte des sociétés auxquelles elle est apparentée, tout en soutenant que l'Office devrait tenir compte des contrats détenus sur le réseau de TransCanada pour le transport à des points de livraison de TQM, et non pas des seuls contrats détenus sur le réseau de TQM. L'Ontario a invité l'Office à ne tenir compte que de ces derniers.

---

26 Motifs de décision RH-2-94, précité note 2 à la p. 30.

27 Office national de l'énergie, Motifs de décision RH-1-2007, Demande de TransCanada PipeLines Limited visant un point de réception à Gros-Cacouna, juillet 2007.

Concurrence entre les gazoducs

Présentations de TQM

TQM a dit que l'approbation en 1998 du pipeline d'Alliance Pipeline Ltd. (Alliance)[28] a marqué un changement important dans la politique de réglementation du Canada en ce qu'elle intensifiait la concurrence entre les sociétés pipelinières. Elle a soutenu que cette concurrence augmentait ses risques à cause de son incidence sur son accès aux approvisionnements en gaz du BSOC, sur les droits du réseau principal et, partant, sur le prix du gaz livré au Québec, sans compter la concurrence qui pourrait venir un jour d'autres gazoducs.

Présentations des intervenants

L'Ontario a soutenu que TQM ne peut plus compter sur le BSOC car son gaz provient de plus en plus de Dawn. En ce qui concerne l'approbation d'Alliance, l'Ontario a indiqué qu'elle n'avait aucune incidence sur les risques de TQM.

Autres aspects du risque lié aux produits et aux bénéfices d'une année sur l'autre

Présentations de TQM

TQM a indiqué que son règlement partiel pour la période comprise entre 2007 et 2009 renferme tous les mêmes comptes de report que ses règlements antérieurs et que ces comptes ne couvriront qu'environ 20 % de son coût du service. TQM a fait valoir qu'elle est à risque en ce qui concerne les variations de l'amortissement comptable et du rendement en cours d'exercice, ses charges financières sur prêts à terme et son enveloppe de coûts fixes. Concernant ses charges financières sur prêts à terme, TQM a dit avoir eu la chance dans le passé de tirer profit du risque, car il est fondé sur l'écart entre les taux préférentiels réels et les taux préférentiels prévus par les grandes banques.

En ce qui concerne l'évaluation des risques d'un gazoduc fondée sur une comparaison des bénéfices réels et autorisés, TQM a dit qu'une telle comparaison n'est pas appropriée car elle tient compte des circonstances passées plutôt que des circonstances futures et qu'elle met trop l'accent sur les risques à court terme. TQM ont soutenu que la comparaison historique des bénéfices réels avec les bénéfices réalisés est d'une utilité limitée pour évaluer le risque commercial prospectif d'un gazoduc; ils ont précisé que pour qu'une telle information soit prévisible, il faudrait que les déterminants des bénéfices soient les mêmes dans le futur que dans le passé. Quant aux circonstances qui ont une incidence sur son risque commercial, TQM a dit avoir démontré que l'avenir ne ressemble pas au passé. Constatant que les RCA utilisent les données comptables, M. Carpenter a indiqué qu'ils sont souvent le reflet d'événements exceptionnels ponctuels. TQM a soutenu que les rendements résultant des données comptables ne sont pas la mesure appropriée pour évaluer le coût du capital de TQM; une mesure appropriée serait plutôt ses taux de rendements du marché réalisés sur la valeur marchande inconnue du capital-actions.

---

28 Office national de l'énergie, Motifs de décision GH-3-97, Alliance Pipeline au nom d'Alliance Pipeline Partnership, Installations, droits et tarifs, novembre 1998.

Présentations des intervenants

L'ACPP a fait remarquer que le RCA réel de TQM a dépassé le RCA autorisé chaque année depuis 1994, et MM. Safir et Booth et l'ACIG ont constaté la même chose en remontant jusqu'à 1990.

Selon M. Safir, les investisseurs en actions dans les sociétés réglementées se fient aux variations des bénéfices réels par rapport aux bénéfices autorisés car elles les renseignent sur le niveau de risque de réglementation et, partant, sur les éventuels changements de l'évaluation des sociétés. L'historique des rendements autorisés, qui révèle une faible variation, est selon M. Safir une preuve solide de l'efficacité de la réglementation et du faible risque de réglementation.

M. Safir a dit que depuis 1994 il n'y a pas eu de changement significatif au niveau du risque de réglementation auquel fait face TQM; à son avis, la réglementation protège TQM des effets éventuels de la concurrence sur ses produits. M. Safir a indiqué que, comme elle recouvre presque tous ses produits de TransCanada, TQM est passablement assurée de pouvoir recouvrer ses coûts et se protéger des variations de débit. Selon M. Safir, la meilleure preuve de l'efficacité des protections des produits de TQM est sa performance financière historique; il a rappelé qu'entre 1990 et 2007, l'écart entre le RCA réel de TQM et son RCA autorisé était positif à un niveau particulièrement élevé sur le plan statistique. Pour sa part, M. Booth a dit que les bénéfices de TQM, qui ont dépassé le RCA autorisé année après année, montrent que les risques auxquels TQM fait face ne sont pas significatifs.

Opinion de l'Office

Risque à court terme et risque à long terme

L'Office reconnaît qu'il peut être utile de distinguer entre la nature des risques comme l'ont fait TQM et M. Booth, même si ces distinctions ne sont pas toujours précises.

En ce qui concerne les facteurs de pondération à prendre en compte pour les risques à court terme par rapport aux risques à long terme, l'Office estime qu'en raison de la capacité plus limitée des organismes de réglementation de réagir à la matérialisation des risques à long terme, il est justifié de dire qu'ils sont plus importants que les risques à court terme. Les risques à long terme sont de nature plus structurelle. Ils révèlent donc des facteurs et des tendances plus fondamentaux dans l'évolution du portrait global du risque d'une entreprise, alors que les risques à court terme tendent à représenter des événements plus cycliques ou ponctuels. L'Office fait toutefois remarquer qu'en général l'importance relative des risques à court terme par rapport aux risques à long terme dépend de la probabilité, de l'ampleur et du moment relatifs des effets potentiels des risques qui se matérialisent. L'Office est d'avis que dans la pratique, un ensemble de circonstances plausibles peut faire en sorte que les risques à court ou long terme peuvent avoir plus de poids sur le profil de risque d'un pipeline donné. L'Office en conclut qu'il doit tenir compte des risques à

court et à long termes et les soupeser en fonction des circonstances propres au pipeline.

Risque d'approvisionnement

L'Office estime qu'on peut raisonnablement se fier à la fourchette d'estimations de l'offre de gaz classique présentée par TransCanada et qu'il est improbable que les approvisionnements de sources classiques émanant du BSOC augmenteront sensiblement. L'Office est donc d'avis qu'à long terme, le maintien des débits sur le réseau principal dépendra en partie de l'évolution des approvisionnements de sources non classiques ou des approvisionnements du Nord. Cette dépendance est plus grande aujourd'hui qu'on ne le prévoyait en 1994.

Les approvisionnements de sources non classiques, comme le méthane de houille et le gaz de schistes, suscitent plus d'incertitude car ils en sont encore aux premiers stades de leur mise en valeur. Même si l'on s'attend à ce que ces approvisionnements compensent, du moins en partie, la baisse éventuelle de production de sources classiques en provenance du BSOC, leur ampleur et le moment où ils surviendront demeurent incertains.

Le gaz venant du delta du Mackenzie et de l'Alaska pourrait lui aussi contribuer à compenser la baisse éventuelle de la production de gaz classique dans le BSOC. Bien que TransCanada ait inclus le gaz du delta du Mackenzie dans son étude du débit, on ne sait pas à quel moment ces ressources seront disponibles, si elles le deviendront ou même, advenant qu'elles le deviendraient, si elles seront transportées sur le réseau principal. On ne sait pas non plus à quel moment le gaz de l'Alaska sera disponible, s'il le deviendra ou même, advenant qu'il le deviendrait, s'il sera transporté sur le réseau principal.

L'Office constate que l'importation de GNL au Québec demeure une possibilité; il a déjà approuvé un point de réception sur le réseau de TQM pour l'installation proposée de regazéification à Gros-Cacouna. Certains éléments d'un autre projet d'usine de regazéification, dans le cadre du projet Rabaska près de Québec, ont déjà été approuvés. L'Office convient avec le demandeur que les approvisionnements futurs en GNL sont incertains car il reste à confirmer l'approvisionnement, à assurer le montage financier, à obtenir les approbations réglementaires et à construire les gazoducs devant raccorder les installations proposées au réseau de TQM.

Sur la question de l'accès à d'autres approvisionnements en gaz, l'Office reconnaît que TQM a accès à Dawn, ce qui constitue un facteur d'atténuation pour l'approvisionnement jusqu'à son réseau. TQM estime qu'environ 20 % de ses approvisionnements en gaz proviennent des achats faits à Dawn. Aujourd'hui, le gaz disponible à Dawn provient surtout de

l'Ouest canadien. Des témoins de TQM s'interrogeaient sur certaines régions productrices en expansion qui pourraient approvisionner Dawn. Ces témoins ont toutefois expliqué que l'augmentation de l'offre à Dawn aura une incidence sur les droits applicables aux expéditeurs à grande distance de gaz du BSOC sur le réseau principal. L'Office convient que, dans ces circonstances, la hausse des droits serait refilée aux marchés qui sont servis hors du réseau de TQM, et qu'elle aurait ainsi un effet sur la compétitivité du gaz dans les marchés servis par TQM.

L'Office fait par ailleurs remarquer que même si le gazoduc PNGTS peut inverser le sens de l'écoulement, ce qui permettrait la livraison du gaz au réseau TQM, cette possibilité n'est pas sans poser de problèmes. Pour que cela se produise, il faudrait que survienne un changement fondamental dans les conditions du marché et des prix. Le marché du Québec requerrait des prix supérieurs à ceux du marché de la Nouvelle-Angleterre, ce qui ferait sans doute augmenter le risque de marché et le risque de concurrence. L'Office accorde peu de poids à l'idée voulant que l'inversion éventuelle du sens de l'écoulement du gazoduc PNGTS représente un risque commercial moindre pour TQM.

L'Office constate le revirement de situation des approvisionnements du BSOC entre 1994 et aujourd'hui. En 1994, le BSOC était considéré comme une source croissante de gaz naturel à faible coût, qui se maintiendrait ainsi pendant un certain temps. À l'époque, on ne pensait pas que les pipelinières canadiennes feraient face à des risques d'approvisionnement importants. En 2008 toutefois, la production de gaz de sources classiques en provenance du BSOC a dépassé son sommet, alors que les approvisionnements de sources non classiques demeurent incertains. Lors de l'audience, les prix du gaz étaient sensiblement plus élevés qu'en 1994, alors que les coûts de mise en valeur des nouveaux approvisionnements avaient eux aussi augmenté. L'industrie se voit donc contrainte de mettre en valeur de nouvelles ressources de gaz classique économiques. Le gaz de houille et le gaz non classique du BSOC demeurent tous deux hypothétiques. Quant au gaz du Nord, sa mise en valeur reste incertaine. En ce qui concerne le GNL, la mise en place d'installations et les niveaux d'importations escomptés au Canada demeurent tout aussi nébuleux.

L'Office considère l'offre économique comme étant un changement essentiel pour le réseau de TQM et le marché du Québec[29]. La hausse des niveaux des prix absolus du gaz et la baisse des approvisionnements de sources classiques en provenance du BSOC ont rendu cette source d'approvisionnement plus incertaine qu'en 1994. C'est pourquoi l'Office

29 Les Motifs de décision RH-2-2004, Phase II, précité note 8, à la page 29, définissent le risque d'approvisionnement comme étant le risque de disponibilité matérielle du gaz naturel. À noter que les estimations des ressources canadiennes de l'ONÉ et du CCPG représentent les volumes de gaz commercialisable présumés économiques dans les conditions actuelles et futures. TransCanada s'est fiée aux estimations du CCPG pour le Canada, qu'elle juge économiques.

conclut que le risque d'approvisionnement pour TQM est plus élevé qu'il ne l'était en 1994.

Risque de marché

L'Office constate que la demande de gaz naturel au Québec est restée relativement inchangée depuis 1994. TQM alimente une clientèle industrielle relativement grande qui a eu tendance à être plus variable et imprévisible que les secteurs résidentiel et commercial, comme en 1994. De plus, l'ouverture de la centrale électrique de Bécancour n'a pas compensé les pertes subies dans d'autres secteurs industriels; l'avenir de la centrale est incertain. L'Office n'a pas été convaincu par l'argument de l'ACPP selon lequel le risque auquel l'importance de la clientèle industrielle de TQM l'expose n'a pas augmenté depuis 1994.

L'ACIG n'a pas étayé par des chiffres son opinion selon laquelle les clients industriels sauront mieux faire face à la concurrence dans l'avenir. Même si Gaz Métro a des prévisions de croissance industrielle plus favorables que celles de TQM, l'Office estime que cet élément de preuve ne détermine pas les risques de marché à long terme auxquels fait face TQM.

Vu l'incertitude à l'égard de la demande de gaz naturel provenant de l'industrie et du secteur de la production d'électricité au Québec, l'Office en conclut que le gazoduc de TQM est exposé à un plus grand risque de marché qu'il ne l'était en 1994.

Combustibles de rechange

La présentation de l'ACIG sur la distribution de blocs d'électricité aux industries et sur la nature de la capacité des industries de changer de combustible a permis de mieux comprendre le portrait de la demande d'énergie dans la province de Québec. En particulier l'analyse de l'interaction entre le gaz naturel et l'électricité a été fort utile. Le débat sur la stratégie énergétique du Québec a également été très utile pour comprendre l'incidence de la politique gouvernementale sur la demande d'énergie dans la province. Il semble que le programme soit trop nouveau pour qu'on puisse en évaluer l'impact réel sur la demande de gaz de l'industrie.

L'Office prend acte de la baisse de compétitivité du gaz naturel dans le marché du Québec. Elle est en partie attribuable à l'existence d'un prix absolu et par la stabilité du prix de l'électricité par opposition à la volatilité du prix du gaz naturel. En ce qui concerne le secteur résidentiel, l'Office estime que l'absence de compétitivité devrait se poursuivre car on prévoit que les tarifs d'électricité dans ce secteur demeureront stables et prévisibles, à raison d'une augmentation annuelle d'environ 2 %.

L'Office se rend à l'argument de TQM selon lequel l'importance du secteur industriel par rapport aux autres secteurs qu'elle sert, et la diminution de la position concurrentielle du gaz naturel comparativement aux combustibles de rechange constituent des risques importants pour le réseau de TQM et que ces risques ont augmenté depuis 1994. Ce constat se reflète dans les données sur la clientèle de TQM et de Gaz Métro, qui révèlent une baisse d'environ 50 % chez les clients du service interruptible.

PNGTS

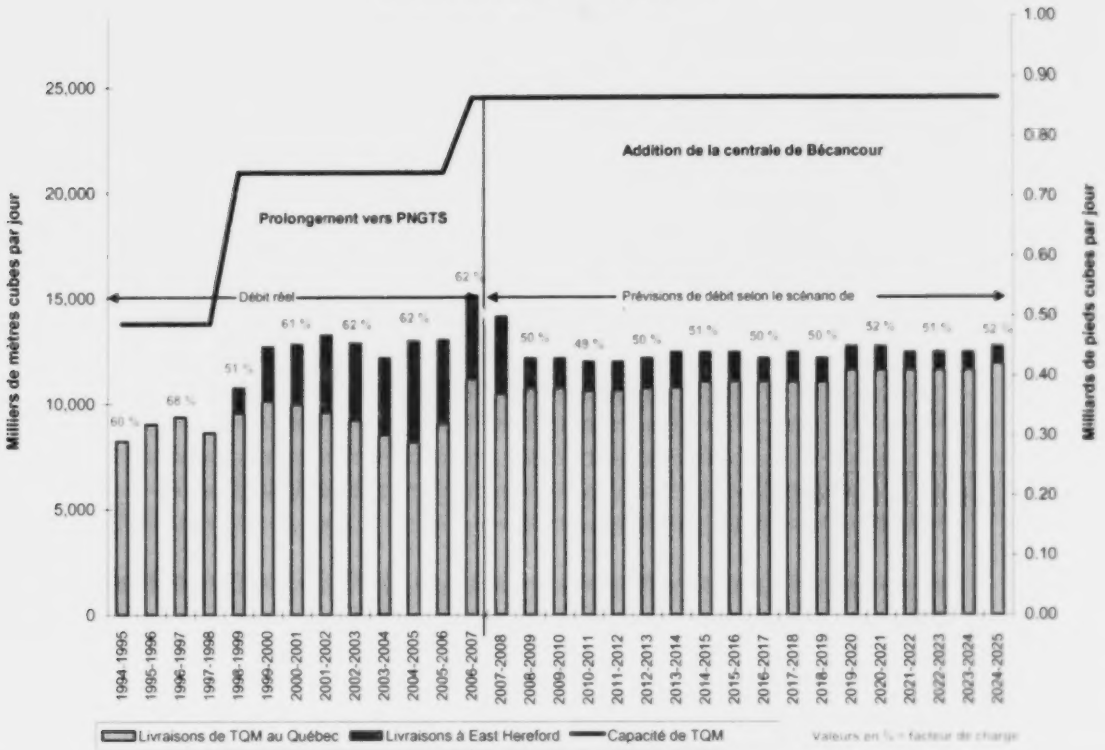
L'Office n'est pas convaincu que TQM, en ne demandant pas d'augmentation de son rendement autorisé en 1997, se disait que le contexte du marché lié au prolongement vers PNGTS n'augmenterait pas le risque commercial de l'ensemble de son réseau. Selon l'Office, une société pipelinière ne devrait pas avoir à présenter une demande chaque fois qu'elle perçoit un changement au niveau de son risque. Elle peut par contre user de sa discrétion pour décider de se présenter ou non devant l'Office, sachant qu'elle n'a aucun recours pour se faire dédommager rétroactivement pour les variations du risque.

En évaluant les variations du risque commercial de TQM, l'Office utilise, comme point de comparaison, le risque auquel TQM était exposé au moment de l'instance RH-2-94, soit la dernière fois que l'Office l'avait pleinement évalué. En conséquence, le risque du prolongement vers PNGTS, qu'il soit plus élevé ou moins élevé que celui du reste du réseau de TQM, est traité comme une nouvelle donne.

L'Office constate qu'en construisant le prolongement vers PNGTS, TQM a fait un gros investissement. L'Office estime que depuis lors, la situation de l'approvisionnement et du marché a changé et que les risques ont augmenté.

Le volume total de gaz livré sur le réseau de TQM a augmenté pour passer de 8,22 Mm^3/j (0,29 Gpi^3/j) en 1993-1994 à 15,01 Mm^3/j (0,53 Gpi^3/j) en 2006-2007, mais l'Office ne considère pas pour autant que le marché de TQM est le même qu'en 1994. Une part importante des livraisons de gaz est constituée des volumes exportés par le biais du prolongement vers PNGTS (voir la figure 5-2). La capacité du réseau pipelinier de TQM s'est accrue, passant de 13,88 Mm^3/j (0,49 Gpi^3/j) en 1993-1994 à 24,56 Mm^3/j (0,867 Gpi^3/j) en 2006-2007, pour un taux d'utilisation porté de 60 % à 62 % durant la même période (voir la figure 5-2). On ne s'attend toutefois pas que TQM maintienne ce taux d'utilisation dans l'avenir en raison de la concurrence du Nord-Est américain.

Figure 5-2
Volumes au Canada et volumes à l'exportation de TQM, selon le scénario de base



Source : Demande de TQM

L'Office estime que les installations de GNL de Canaport et du Nord-Est américain représentent un risque de concurrence accru pour PNGTS. L'avenir des importations de GNL vers le Nord-Est américain comporte un élément d'incertitude en raison de la concurrence mondiale. Toutefois, une importante infrastructure liée aux importations de GNL, dont un agrandissement du gazoduc de M&NE devant servir à livrer le gaz entre le terminal Canaport et le Nord-Est des États-Unis, est en place ou en cours de construction; ces installations constituent une solution de rechange concurrentielle à PNGTS pour les livraisons de gaz au Nord-Est des États-Unis.

Débit

L'Office estime que l'étude du débit donne raison au scénario voulant que le risque commercial ait augmenté. L'Office n'est pas convaincu par l'opinion de l'ACPP selon laquelle la conclusion à tirer de l'étude est que le risque n'a pas augmenté parce que le débit prévu reste inchangé par rapport à 1994. L'Office constate que le demandeur a consenti d'importantes dépenses en

immobilisations pour permettre le débit prévu et que, lorsqu'il en est tenu compte, l'étude du débit tend à conclure à une augmentation du risque.

Risque d'exploitation

L'Office est d'avis que la preuve présentée est insuffisante pour conclure à une variation du risque d'exploitation auquel TQM est exposée.

Risque de réglementation

L'Office estime que TQM continue de tirer avantage du traitement qui lui est réservé en tant que partie du réseau principal intégré. Selon lui, les risques liés au fait que les coûts de TQM continuent d'être recouvrés, principalement parce qu'ils sont inclus au titre du service de transport par des tiers sur le réseau principal de TransCanada, sont les mêmes qu'en 1994.

L'Office n'est pas convaincu par l'argument de TQM voulant que son risque commercial ait augmenté en raison de ce que TQM a qualifié de changement de la politique de réglementation en faveur d'une plus grande concurrence entre les sociétés pipelinières. L'Office maintient l'avis qu'il avait exprimé dans ses Motifs de décision RH-4-2001 lors de l'examen initial des risques du réseau principal à la suite de l'approbation du projet d'Alliance. À la page 29 de cette décision, l'Office a indiqué que :

> [R]ien n'indique que l'Office changera la façon dont il procède pour décider de changements importants au cadre de réglementation, c'est-à-dire en se fondant sur un examen exhaustif, équilibré et prospectif de tous les facteurs pertinents. Bien que le régime de réglementation ait permis à la concurrence de se développer, il n'y a eu aucune indication que le risque de ne pas recouvrer des coûts engagés raisonnablement s'en est trouvé accru.

L'Office constate que chaque année depuis 1990 le bilan de TQM au titre de ses bénéfices a été légèrement supérieur au RCA autorisé. L'Office estime que cette donnée historique est riche en enseignements mais non déterminante pour évaluer le risque que TQM enregistre des fluctuations de ses bénéfices d'une année à l'autre. Elle est utile étant donné que TQM a indiqué que sa couverture des comptes de report dans le passé était semblable à sa couverture actuelle et que TQM continue d'être traitée comme partie du réseau principal intégré. En revanche, TQM, par exemple, pourrait ne pas continuer de bénéficier du risque lié aux charges financières de ses prêts à terme. Dans l'ensemble, l'Office juge que les risques de TQM liés aux fluctuations de ses bénéfices d'une année à l'autre sont faibles et qu'ils n'ont pas changé de façon appréciable.

Conclusion

L'Office conclut que globalement le risque commercial de TQM a augmenté par rapport à 1994, en raison de l'augmentation du risque de marché, du risque d'approvisionnement et du risque de concurrence.

Chapitre 6

Interprétation de l'information sur le rendement des sociétés sélectionnées

La sélection des sociétés comparables à TQM doit permettre d'obtenir de l'information qui servira à déterminer le coût du capital de TQM. Les données des rendements, qui proviennent des sociétés comparables, peuvent être classées en deux groupes. Les rendements du premier groupe sont dits *réglementaires*, car ce sont les rendements autorisés ou réalisés sur la valeur comptable d'un actif réglementé. Les rendements du second groupe sont dits du *marché financier*, car la preuve du rendement tient à la manière dont le cours de l'action d'une société donnée fluctue en réaction à des événements qui lui sont propres ou à des événements qui influent sur le marché dans son ensemble. Les attentes des investisseurs sont généralement reconnues comme étant le principal déterminant de ces fluctuations.

La preuve relative au premier groupe est décrite à la section 6.2. Elle renferme les mémoires sur les rendements réglementaires des sociétés pipelinières canadiennes et de certains autres services publics, déterminés par voie de négociation ou de procédure de litige. Elle renferme également les présentations des experts de TQM sur les rendements réglementaires des sociétés pipelinières et sociétés de distribution locales (SDL) américaines. La section 6.3 expose ensuite les mémoires sur les rendements du marché financier liés aux trois échantillons soumis par les experts de TQM, et les opinions de M. Booth concernant les services publics canadiens réglementés. Les trois échantillons soumis par les experts de TQM comprenaient des services publics canadiens, des SDL de gaz américaines et des sociétés en commandite ouvertes (SCO) américaines qui sont propriétaires-exploitants de gazoducs (pipelines de SCO).

Avant d'aborder ces deux groupes, l'Office traite dans la section 6.1 des présentations qui se penchent sur la pertinence des comparaisons avec les rendements américains. Cette question est essentielle pour déterminer le poids à donner aux rendements américains, que l'on retrouve dans les deux groupes. La section 6.4, quant à elle, expose l'opinion de l'Office sur toutes les questions abordées dans le présent chapitre.

6.1 Pertinence des comparaisons avec les rendements américains

La demande de TQM s'appuie largement sur des comparaisons avec les États-Unis. Cela résulte des exposés de TQM concernant la mondialisation des marchés des capitaux et les similitudes qui existent entre les sociétés pipelinières et SDL des États-Unis et celles du Canada. Ces deux sujets ont été traités dans les sections 6.1.1 et 6.1.2 respectivement. L'utilisation de la comparaison américaine résulte également de l'opinion de TQM voulant que les rendements canadiens souffrent de problèmes de redondance et que les sociétés incluses dans l'échantillon de services publics canadiens qu'a retenu M. Vilbert ne sont pas des sociétés non diversifiées de l'industrie des gazoducs, comme il en sera question dans les sections 6.2.1 et 6.3.1 respectivement.

6.1.1 Intégration des marchés des capitaux canadiens et américains

Présentations de TQM

M. Murphy, un des témoins experts de TQM, a soutenu que la déréglementation des marchés financiers a permis la libre circulation des capitaux d'investissement entre les pays et marchés et entraîné des occasions d'investissement, de sorte que les prix d'actifs financiers comparables sont de plus en plus semblables d'un pays à l'autre. La *détermination d'un rendement équitable* n'est plus une question qui concerne uniquement le marché canadien : elle embrasse de plus en plus l'Amérique du Nord et le monde entier. C'est pourquoi des sociétés canadiennes comme TQM sont maintenant en concurrence, pour trouver des capitaux, avec des sociétés et des projets qui se recrutent dans le monde entier.

TQM a indiqué que l'intégration croissante des marchés des capitaux est constatée : par l'achat massif d'actions étrangères par des investisseurs canadiens, notamment des caisses de retraite; par les changements apportés aux politiques fiscales fédérales, comme l'élimination en 2005 de la règle sur les biens étrangers et celle de la retenue d'impôt sur les paiements transfrontaliers d'intérêts aux États-Unis; et par les importantes émissions de titres canadiens hors du Canada et surtout aux États-Unis. TQM a dit également que l'augmentation des fusions et acquisitions transfrontalières et la corrélation accrue des rendements des marchés mondiaux constituaient d'autres preuves de la mondialisation des marchés financiers.

Selon M. Vilbert, le rendement qui revient aux investisseurs dans les services publics canadiens doit être de plus en plus comparable aux rendements qui reviennent aux investisseurs dans des entités exposées à un risque comparable sur les marchés mondiaux des capitaux. De même, TQM a soutenu que l'Office doit reconnaître le phénomène de la mondialisation et s'appuyer sur la preuve tirée des États-Unis pour déterminer le coût du capital de TQM.

Présentations des intervenants

Selon Spectra et Union, l'évolution récente du marché a révélé le lien étroit qui unit les marchés nord-américains et les marchés mondiaux, et le Canada ne fait pas exception.

Concernant l'intégration des marchés, M. Booth a fait valoir que les monnaies sont librement convertibles, que les restrictions sur les investissements ont été supprimées et qu'il y a eu une augmentation de la couverture des actions internationales parmi les conseillers en investissements. Ces changements se sont répercutés sur la position du Canada en matière d'investissements internationaux.

Selon M. Booth, les investissements internationaux ont augmenté au Canada et à l'étranger depuis 1990 mais depuis cette année-là, la part des investissements canadiens à l'étranger aboutissant aux États-Unis a eu tendance à diminuer. Quant aux investissements de l'étranger au Canada, les États-Unis restent de loin l'investisseur dominant dans les actions canadiennes et l'investissement direct. M. Booth a donné pour preuve que les investisseurs canadiens se sont sensiblement diversifiés car ils ne dépendent plus autant des États-Unis comme c'était le cas en 1990, de telle sorte que si une norme de comparaison externe est pertinente aujourd'hui, ce n'est plus celle des États-Unis.

M. Booth est d'avis que les marchés canadiens seront toujours partiellement séparés des marchés mondiaux en général et du marché américain en particulier. Il en résulte ce qu'on appelle la « préférence nationale », qui fait que les résidents de tous les pays ont une part disproportionnée de leur richesse investie dans leur marché intérieur et recourent aux titres étrangers pour combler les vides de leurs portefeuilles. Dans ce contexte, les Canadiens sont peu susceptibles d'acheter des actions de services publics ou de sociétés pipelinières sur les marchés étrangers car le marché canadien compte plusieurs actions de premier rang de ces catégories. Selon M. Booth, il n'y a *presque aucun effet des tendances de diversification internationale* sur le RCA équitable du secteur des services publics et des pipelines, sauf la tendance à la baisse du risque de marché global.

L'ACIG a soutenu que l'économie et la fiscalité du Canada sont différentes de celles des États-Unis. Selon elle, ces différences ont été illustrées récemment par la crise du crédit, alors que l'économie et le système bancaire canadiens sont moins vulnérables, comparativement à ceux des États-Unis.

6.1.2 Contexte réglementaire au Canada et aux États-Unis

Avant d'établir des comparaisons avec les investissements des sociétés pipelinières et SDL américaines, il importe de se demander dans quelle mesure le contexte réglementaire des deux pays influe sur le risque.

Présentations de TQM

MM. Carpenter et Murphy ont tous deux indiqué que la réglementation sur les pipelines de transport aux États-Unis et au Canada présente plus de ressemblances que de différences et que dans l'ensemble le risque commercial auquel les pipelinières sont exposées est semblable dans les deux pays.

Selon M. Carpenter, les écarts de risque commercial entre les sociétés pipelinières canadiennes et américaines imputables à la réglementation sont généralement de nature à court terme, alors que la conception de la réglementation dans les deux pays est fondamentalement la même en ce qui concerne les facteurs qui influent sur ce qu'il a soutenu être les risques plus importants à long terme. Concernant ces derniers, M. Carpenter a affirmé que contrairement au reste du monde, les régimes canadien et américain établissent des droits fondés sur la même base tarifaire au coût historique et la même méthode du coût du service, y compris un rendement équitable. Comme autre preuve de ressemblance, M. Carpenter a dit que les deux pays utilisent le modèle de transporteur par contrat, ajoutant que les organismes de réglementation ont, aux États-Unis comme au Canada, fait activement la promotion d'une plus grande concurrence entre les pipelines, laquelle augmente le risque à long terme de part et d'autre de la frontière.
M. Carpenter a également indiqué que la méthode des impôts exigibles particulière au Canada entraîne de plus grands risques de recouvrement des capitaux à long terme car les impôts perçus augmentent généralement avec l'âge du gazoduc, comparativement à la méthode normalisée employée aux États-Unis.

En ce qui concerne les risques à court terme auxquels font face les sociétés pipelinières, M. Carpenter a indiqué que contrairement aux États-Unis où les comptes de report ne sont généralement pas utilisés et les causes tarifaires sont relativement peu fréquentes, les sociétés

pipelinières au Canada tirent généralement avantage des déterminations annuelles de leur coût du service et elles ont des comptes de report pour effectuer les rajustements entre les produits financiers prévus et les produits financiers réels, et les coûts entre les causes tarifaires. Selon M. Carpenter, les pipelines américains peuvent par conséquent obtenir des rendements plus variables d'une année à l'autre. Il a également soutenu que certains aspects de la réglementation américaine entraînent des risques moindres à court terme. Il a affirmé que les pipelines américains ont une plus grande souplesse pour demander des tarifs à rabais et des tarifs négociés, ce qui leur permet de mieux réagir à une concurrence accrue ou au risque de concurrence. M. Carpenter a conclu que dans l'ensemble, tous facteurs confondus, les sociétés pipelinières américaines subissent des risques à court terme plus grands que leurs consœurs du Canada, qui sont couvertes par la formule RH-2-94.

M. Carpenter a également indiqué que même si la Federal Energy Regulatory Commission (FERC) a accepté des règlements en vertu desquels des pipelines partageaient certains coûts liés au non-renouvellement de la capacité, des rabais pour contrer la concurrence et des coûts ponctuels pour assurer la transition vers la concurrence, cela ne constitue pas la véritable politique de la FERC. Il a affirmé que ces règlements sont relativement peu nombreux et que la FERC permet encore le recouvrement de ces coûts du fait qu'ils tombent dans la catégorie des coûts dits raisonnables. Il a dit que la FERC a déclaré explicitement qu'elle étudiait les propositions de partage des risques au cas par cas.

Concernant le témoignage de M. Carpenter sur la comparaison des pipelinières canadiennes et américaines quant à l'exposition au risque, M. Murphy a dit qu'il concordait avec son expérience de spécialiste de services de banques d'affaires. Il a précisé que pour les investisseurs dans les pipelines, les risques commerciaux au Canada et aux États-Unis se valent. Selon lui, la réglementation est semblable de part et d'autre de la frontière, même s'il a constaté pour l'essentiel les mêmes dissemblances que M. Carpenter. Il a soutenu que l'ONÉ et la FERC ont des objectifs semblables en matière de politiques régissant les gazoducs, que les charges liées à la capacité sont courants dans les deux pays de sorte que même aux États-Unis le débit a des effets limités sur les produits, que les incitatifs à l'égard des coûts de construction sont chose commune dans les deux pays et que leur incidence peut être anticyclique. Selon M. Murphy, TQM en particulier et les pipelinières canadiennes en général, entrent directement en concurrence avec les pipelinières américaines en ce qui concerne la charge au sein de ce qu'il est convenu d'appeler à juste titre un marché nord-américain de l'énergie. M. Murphy a également souligné que des deux côtés de la frontière, les investissements dans les pipelines procèdent des mêmes caractéristiques fondamentales – ce sont de lourds investissements, rigides et à long terme – et sont semblablement assujettis aux risques d'approvisionnement et de concurrence.

M. Murphy a estimé que dans l'ensemble les pipelines américains font face à des risques à court terme plus élevés, mais que l'écart, s'il y en a un, est faible étant donné que la durée et l'ampleur du risque supplémentaire ne sont pas significatives. Il a soutenu que les sociétés pipelinières américaines peuvent toujours s'adresser à la FERC pour déposer un tarif si elles n'obtiennent pas leur RCA autorisé.

En ce qui concerne les SDL, MM. Carpenter et Murphy ont indiqué que dans l'ensemble, elles présentent un risque moins élevé que les pipelines de transport. C'est surtout que les SDL ne sont pas soumises à une aussi grande concurrence du fait que leurs territoires sont des concessions et

que leur clientèle, surtout résidentielle et commerciale, ne risque pas la concurrence. Selon M. Carpenter, la FERC a conclu, dans la décision qu'elle a rendue en 2006 dans la cause Kern River, que les SDL sont soumises à un risque moins grand que les sociétés pipelinières interétatiques, et elle a accordé un rajustement à la hausse de 50 pb au RCA médian des SDL.

Selon M. Murphy, les SDL américaines et les pipelinières canadiennes font face à des risques semblables parce que les premières recouvrent 100 % de leurs coûts d'approvisionnement en gaz naturel et que la conception de leurs tarifs dissocie de plus en plus les produits des volumes. M. Murphy a également soutenu que comparativement aux pipelinières canadiennes, les SDL américaines sont exposées à un risque d'approvisionnement moindre du fait que leurs approvisionnements en gaz proviennent de gazoducs et de bassins multiples, alors que les pipelines de transport dépendent essentiellement d'un seul bassin, comme c'est le cas de TQM avec le BSOC.

Présentations des intervenants

L'ACG a soutenu que, si les services publics au Canada et aux États-Unis ne sont pas identiques, les services publics des diverses provinces canadiennes et ceux qui sont réglementés par le gouvernement fédéral ne le sont pas non plus. En ce qui concerne les nombreux risques évoqués par l'ACPP, l'ACG a soutenu qu'ils sont antérieurs à 1994.

Selon M. Safir, il y a des différences notoires entre la réglementation pipelinière canadienne et sa contrepartie américaine : globalement, les sociétés pipelinières canadiennes sont exposées à un risque commercial beaucoup moins grand. M. Safir a estimé que, si la réglementation des pipelines des deux pays était quasi identique il y a 30 ans, certaines différences fondamentales ont surgi depuis en raison des mesures prises par les organismes de réglementation, en particulier la FERC. M. Safir a précisé que la FERC s'est fait graduellement le promoteur d'un marché du transport par gazoduc axé sur le marché et plus concurrentiel, et que la différence clé aujourd'hui est que les causes tarifaires sont devenues peu fréquentes, voire non nécessaires. Il a affirmé que l'approche actuelle aux États-Unis contraste avec la pratique du Canada qui consiste à établir des droits pour recouvrer tous les coûts dits raisonnables, avec la protection des comptes d'équilibre ou des comptes de report, et à recourir fréquemment aux rajustements des droits afin d'aligner les bénéfices sur les niveaux autorisés. Alors qu'aux États-Unis des audiences tarifaires peuvent toujours être demandées par la société pipelinière ou ses clients et être initiées par la FERC, l'accent a été mis sur les règlements négociés, selon M. Safir.

Lorsqu'il y a effectivement des audiences sur les tarifs pipeliniers, M. Safir a soutenu que la FERC prévoit rarement des comptes de report ou d'équilibre, ce qui expose les pipelines américains à un plus grand risque pour faire face aux variations annuelles du rendement. Selon M. Safir, la FERC, en favorisant fortement l'attention aux principaux signaux du marché, a clairement établi que le manque à gagner résultant de la capacité non réservée par contrat doit être partagé par le pipeline. M. Safir a dit qu'avec cela est venue la capacité des pipelines de négocier pour obtenir des parts de l'avantage, lorsque les produits augmentent à la faveur d'une augmentation du débit. L'ACPP a soutenu que le risque volumétrique n'est qu'un volet du modèle de la FERC.

Selon M. Safir, le fait qu'il y ait très peu d'audiences tarifaires aux États-Unis signifie que les pipelines américains sont plus susceptibles d'enregistrer des écarts importants entre les bénéfices

autorisés et les bénéfices réalisés. Il a ajouté que la variabilité des résultats est attribuable à la primauté aux États-Unis des tarifs réduits et négociés. M. Safir a présenté une analyse comparant l'écart entre les RCA réels et les RCA autorisés des sociétés pipelinières canadiennes et américaines. Ses résultats, qui ont révélé une répartition plus serrée des bénéfices réels moins les bénéfices autorisés dans le cas des sociétés canadiennes, étaient exactement comme ceux auxquels on s'attendrait si la réglementation canadienne engendrait des risques commerciaux moins grands que la réglementation américaine.

M. Safir a ajouté que le marché perçoit d'autres différences entre les risques des sociétés canadiennes et les risques des sociétés américaines, citant en exemple le fait que les pipelines des deux pays ont délaissé leurs fonctions marchandes. Il a fait observer que cette restructuration a entraîné des pertes réelles pour les sociétés pipelinières américaines, contrairement à leurs consœurs canadiennes.

En ce qui concerne les SDL américaines, M. Safir a indiqué qu'elles sont assujetties à des réglementations qui diffèrent selon les États et dont aucune n'offre le degré de protection qui est consenti aux sociétés pipelinières réglementées par l'ONÉ. Il a fourni une autre analyse comparant les RCA réels moins les RCA autorisés des sociétés pipelinières canadiennes avec ceux des SDL américaines. M. Safir a estimé que la moins grande variabilité des pipelines canadiens a démontré que les SDL américaines ne formaient pas une très bonne base de comparaison pour TQM. Il a également indiqué que depuis 1994, les risques auxquels font face les SDL américaines ont quelque peu diminué, en raison de certains changements apportés aux réglementations.

Concernant l'opinion de la FERC à propos des risques des SDL, M. Safir a dit que la FERC avait déterminé que les SDL ne sont pas des comparateurs appropriés pour les pipelines américains. À ce sujet il a évoqué, à l'exemple de M. Carpenter plus haut, la décision de la FERC dans la cause Kern River, mais il en a tiré une conclusion différente sur la question[30]. M. Booth a estimé que les SDL en général, et non seulement aux États-Unis, sont plus exposées aux risques que les pipelines.

---

30 Les extraits suivants de la décision de la FERC portent sur la question en litige (OPINION DE LA FERC N^{O} 486, rendue le 19 octobre 2006) :

2. [TRADUCTION] *... Le rendement médian de notre groupe-témoin révisé est 10,7 %. De plus, comme ce groupe-témoin est petit et composé d'entreprises ayant une activité pipelinière relativement faible et une activité de distribution importante, nous approuvons un rajustement de 50 points de base au-dessus du point médian, pour atteindre 11,2 %. Cela prend en compte les écarts de risque entre Kern River et le groupe-témoin d'entreprises. [C'est nous qui soulignons.]*

171. [TRADUCTION]*... Nous allons donc permettre un rajustement au-dessus du médian de la fourchette pour tenir compte des écarts de risque entre la société pipelinière et le groupe d'entreprises témoin, dont les activités de SDL représentent une plus grande part de leurs opérations aujourd'hui que lorsque notre politique traditionnelle avait cours.*

172. [TRADUCTION] *La preuve dans cette cause, selon laquelle le profil de risque des SDL est différent du profil de risque des sociétés pipelinières interétatiques, n'est pas contestée. Nulle partie ne conteste le fait que les SDL font face à des risques moins grands en raison de la nature de leur activité. Comme l'a dit le témoin de Kern River, les SDL jouissent d'un monopole de service naturel et peuvent compter sur une élasticité de la demande, une sensibilité des prix et un risque de débit relativement faibles. La structure de type concession d'une SDL fait en sorte que le risque commercial global et les attentes des investisseurs sont moins élevés. En revanche, les sociétés exploitant un gazoduc sont à un palier en-deçà des marchés d'utilisation finale servis par les SDL et les services publics de détail et elles ne jouissent pas d'un pareil monopole de service ou d'une concession territoriale [note de bas de page enlevée].*

L'ACPP a soutenu que l'approche réglementaire aux États-Unis est tout sauf sans risque pour un service public, soulignant que certains ont fait faillite. Elle a évoqué des articles et ouvrages de M. Kolbe sur les risques de la réglementation aux États-Unis, particulièrement ceux ayant trait à la restructuration pour mettre fin aux fonctions marchandes des sociétés exploitant un gazoduc, ainsi que la cause Duquesne sur le rejet des coûts dans le cadre de la construction partielle d'une centrale nucléaire[31]. L'ACPP a également soutenu que les commentaires formulés par Moody's Investor Services (Moody's) à propos du caractère favorable de la réglementation canadienne et du contexte commercial du Canada démontrent que les risques de réglementation au Canada sont moins grands.

Selon l'ACPP, il y a un autre facteur qui diminue le risque auquel sont exposés les pipelines canadiens : c'est l'approche de l'ONÉ consistant à approuver les projets avant que des investissements soient faits. L'ACPP a soutenu que la construction partielle de la centrale nucléaire de Duquesne, dont on n'a pas autorisé le recouvrement des coûts, illustre l'avantage de l'approche de l'ONÉ, et que les efforts importants consentis aujourd'hui par les promoteurs de projets américains visent dès le départ à éviter le rejet éventuel des coûts comme dans le cas de la Duquesne Light Co.

S'agissant des SDL américaines, l'ACPP s'est demandé pourquoi TransCanada Corporation exprimait devant la FERC des opinions divergentes concernant la comparabilité des rendements des pipelines et des SDL, par rapport à ce que TQM avait soumis à l'ONÉ avec l'appui de TransCanada. L'ACPP a soutenu que la réglementation est balisée par des paramètres fondamentaux qui ne sont pas les mêmes chez tous les organismes de réglementation : il a dit qu'il n'existe pas par exemple aux États-Unis d'approche uniforme de la base tarifaire au niveau des États. Selon l'avocat de l'ACPP, si l'on regarde un certain nombre de décisions émanant des États, on constate d'étranges compromis : ainsi, des entreprises ont fait d'importantes concessions pour obtenir l'acceptation de leurs projets par l'organisme de réglementation. L'ACPP a enfin indiqué qu'il y a un débat sans fin sur les mécanismes de dissociation, comme sur la question de savoir si ceux-ci diminuent le risque et ce qu'est ou pas un mécanisme de dissociation.

Selon l'ACPP, les grandes différences qui existent entre les systèmes de réglementation américain et canadien montrent que les sociétés pipelinières et les SDL américaines sont de mauvais comparateurs pour TQM, M. Safir soulignant que toute comparaison devrait être fondée sur des rajustements en fonction du risque.

Selon l'Ontario, les pipelines américains ne sont pas des comparateurs appropriés pour les pipelines canadiens en raison des grandes différences qui existent en matière de réglementation et parce que les pipelines américains font face à des risques plus grands en matière de responsabilité financière.

---

31 La « cause Duquesne » fait référence à la cause en vertu de laquelle la Duquesne Light Co. a annulé son projet de construire des centrales nucléaires puis a sollicité auprès de l'organisme de réglementation l'autorisation de recouvrer le capital qu'elle y avait déjà investi. La Pennsylvania Public Utility Commission a approuvé l'amortissement financier des centrales annulées, mais le Parlement de l'État a adopté une loi qui a eu pour effet de suspendre le recouvrement de ces coûts. La cause a finalement été tranchée par une décision de la Cour suprême des États-Unis - *Duquesne Light Co. c. Barasch, 488 U.S. 299 (1989)* – et le recouvrement des coûts en question n'a pas été autorisé pour la Duquesne Light Co.

L'ACIG a indiqué que les SDL et les pipelines américains évoluent dans un cadre réglementaire très différent, ce qui suppose des risques de réglementation très différents. L'ACIG a également soutenu que l'économie et la politique fiscale des États-Unis et du Canada sont différentes.

Réplique de TQM

Dans l'exposé de M. Carpenter, les quatre ordonnances de la FERC, qui auraient selon M. Safir sensiblement changé la réglementation des gazoducs aux États-Unis, visaient principalement à mettre fin aux fonctions marchandes des gazoducs. M. Carpenter a fait remarquer que des changements analogues étaient survenus au Canada et qu'en plus les quatre ordonnances de la FERC dataient d'avant 1994, ce qui signifie selon lui qu'elles n'expliqueraient pas les changements survenus aux risques au Canada et aux États-Unis depuis 1994. En ce qui concerne les différences dans la fréquence des audiences tarifaires et l'utilisation de comptes de report évoquées par M. Safir, M. Carpenter a affirmé qu'elles concordaient avec sa propre preuve relative aux risques à court terme qui sont plus grands aux États-Unis.

Comme il en a été question à la section 5.6, M. Carpenter a également soutenu que la comparaison qu'a faite M. Safir des RCA réels moins les RCA autorisés était fautive tant sur le plan de la conception que sur le plan du calcul.

En ce qui concerne les pertes subies par les sociétés pipelinières américaines par suite du processus de restructuration visant à mettre fin aux fonctions marchandes des gazoducs, et le rejet des coûts de construction de la centrale nucléaire, M. Murphy a indiqué que ces événements constituaient les deux périodes les plus difficiles de l'histoire de l'industrie des services publics aux États-Unis et qu'il s'agissait d'événements ponctuels. Il a soutenu que ces événements n'étaient pas représentatifs de la manière dont les choses se passent normalement. TQM a indiqué que les efforts de déréglementation de l'électricité par la suite démontrent peut-être que les organismes de réglementation ont tiré des enseignements de la restructuration des gazoducs marchands.

Concernant l'opinion exprimée par Moody's sur le caractère favorable de la réglementation canadienne, TQM a reconnu que la réglementation canadienne est considérée comme très favorable tant par Standard & Poor's (S&P) que par Moody's. Toutefois, tel que discuté à la section 5.1, TransCanada a fait remarquer que les agences de notation ont un point de vue très différent de celui des porteurs d'actions.

M. Murphy a dit que, indépendamment de la question juridique de savoir si un service public a besoin d'une approbation avant de pouvoir construire un projet, comme c'est le cas des sociétés pipelinières réglementées par l'ONÉ, dans les faits beaucoup de travail est réalisé avant d'entreprendre une construction, de telle sorte qu'il s'agit d'un processus de collaboration où les organismes de réglementation et les parties prenantes extérieures sont généralement impliqués dès le départ. TQM a souligné que ce qui importe, ce n'est pas les exigences juridiques, mais ce à quoi un investisseur peut raisonnablement s'attendre en termes de risques.

Concernant l'intervention de TransCanada Corporation auprès de la FERC relativement à la composition appropriée d'un groupe-témoin de sociétés pipelinières, TransCanada a indiqué que le contexte de l'enquête de la FERC reposait sur un groupe-témoin composé principalement de SDL à une époque où un nombre croissant de SCO était créé avec des holdings pipeliniers

interétatiques concentrés. Dans ce contexte, TransCanada a dit que pour TransCanada Corporation, les SCO constituaient une meilleure solution de rechange. En ce qui concerne la préoccupation exprimée par TransCanada Corporation à l'égard de la redondance des rendements des SDL, TransCanada a indiqué que la préoccupation relève seulement d'un système fermé, à l'exemple d'un organisme de réglementation qui ne tiendrait compte que de ses propres décisions.

Quant à la question de savoir si la base tarifaire est traitée uniformément d'un État à l'autre, M. Engen, au nom de TQM, a dit que la discussion avait porté sur la question de savoir si la base tarifaire devait être calculée selon la valeur marchande ou selon la valeur comptable, et qu'elle avait été réglée en faveur de la valeur comptable.

6.2 Preuve sur les rendements réglementaires

6.2.1 Rendements négociés au Canada

Présentations de TQM

Selon TQM, les rendements totaux résultant des règlements négociés devraient être utilisés dans le cadre d'une analyse comparative. TQM a recommandé de faire une telle comparaison sur une base globale plutôt que sur une base individuelle, vu que les règlements individuels résultent de compromis inconnus de ceux qui ne participent pas à la négociation, compromis qui peuvent donner lieu à des rendements au-dessus ou au-dessous de ce qui aurait été convenu. Le fait de considérer les règlements dans leur globalité permet, selon TQM, d'obtenir une indication des attentes du marché à l'égard de ce qu'il considère comme des rendements acceptables, et d'éviter qu'un règlement puisse dégager des rendements qui reflètent des circonstances ou des compromis inconnus singuliers. En réponse à des demandes de renseignements et à des questions posées lors de l'audience, TQM a dit que les règlements peuvent donner lieu à un échange de la valeur, qui peut dépasser celle disponible en vertu de la réglementation traditionnelle sur le coût du service, et que les parties peuvent s'entendre sur des rendements accrus sans augmenter le risque en proportion.

TQM a estimé que l'Office devrait donner plus de poids aux rendements des pipelines canadiens découlant des règlements qu'aux rendements autorisés par l'ONÉ afin d'éviter la redondance des approbations de rendements, mais elle a prévenu que même les rendements établis peuvent être au-dessous des niveaux du marché parce qu'ils sont négociés en fonction de la formule RH-2-94 au-dessous des niveaux du marché.

Pour ces raisons, TQM a déposé des éléments de preuve sur les rendements découlant d'un certain nombre de règlements de sociétés réglementées par l'ONÉ. En particulier, tous les pipelines canadiens que TQM a présentés à titre de comparables avaient leurs rendements déterminés en totalité ou en partie par des règlements. TQM a précisé que les rendements déterminés en totalité par des règlements donnaient systématiquement des rendements au-dessus de ceux établis à l'aide de la formule RH-2-94. TQM a dit qu'elle ne pouvait pas décrire les compromis faits dans l'un ou l'autre des règlements du fait qu'elle n'avait pas participé aux négociations. Elle a toutefois fourni une analyse comparative du risque commercial des pipelines visés et conclu qu'ils avaient tous un risque commercial égal ou inférieur à celui de TQM. À l'appui de cette constatation concernant les sociétés d'oléoducs qui forment ses groupes de

comparateurs. TQM a évoqué plusieurs facteurs – expliqués plus en détail à la section 6.3.1.1 – qui devraient mener l'Office à ne plus être d'avis que les sociétés d'oléoducs sont exposées à plus de risque que les sociétés de gazoducs, une opinion qu'il a exprimée pas plus tard que dans sa décision RH-2-2004, Phase II[32].

Présentations des intervenants

L'ACG a soutenu que les règlements peuvent être une bonne source d'information globalement et que l'Office peut exercer son jugement en évaluant les risques dans un cadre global.

Selon l'ACPP, les rendements plus élevés observés dans les règlements négociés proviennent du fait que les sociétés pipelinières ont délaissé le modèle traditionnel du coût du service et sont récompensées lorsqu'elles créent une valeur ou des avantages additionnels pour les payeurs de droits. L'ACPP a souligné que les règlements sont de nature globale et supposent des compromis, faisant remarquer que l'Office l'a reconnu dans le passé. L'ACPP a également fait observer que les règlements sont négociés sur une base de confiance et que normalement ils stipulent expressément que les parties acceptent qu'un règlement est établi sous réserve de tous droits et ne peut servir de précédent. En tant que signataire des règlements cités par TQM, l'ACPP a soutenu qu'il est injuste qu'elle ait une capacité limitée de répliquer.

L'ACPP a exprimé l'avis que l'Office devrait prendre garde de donner quelque poids à l'information provenant des règlements et qu'en fait il vaudrait mieux ne leur donner aucun poids du tout. Si l'Office devait plutôt donner du poids à des éléments de preuve des règlements canadiens, l'ACPP estime qu'ils pourraient avoir un effet paralysant sur les futurs règlements.

M. Safir a indiqué que les rendements négociés sont déterminés par un processus différent de celui qui s'applique aux rendements litigieux. Selon lui, les règlements n'ont pas à refléter les mêmes facteurs que ceux qu'examinent les organismes de réglementation et les parties peuvent échanger d'autres facteurs contre un rendement négocié. Il a dit que les parties aux règlements travaillent de concert pour rehausser les avantages et les valeurs de tout un chacun, ce qui pourrait influencer les rendements convenus de part et d'autre.

L'ACIG a recommandé que l'Office ne donne aucun poids aux rendements découlant des règlements. Elle a soutenu qu'il n'est pas possible d'identifier les compromis qui ont été réalisés pour parvenir au résultat final et elle a fait remarquer que l'Office accepte ou rejette tout règlement sous forme de règlement global. Selon l'ACIG, il serait inapproprié d'isoler, après le fait, la composante du rendement. Sinon, a-t-elle dit, cela aurait un effet paralysant sur les futurs règlements.

L'Ontario a indiqué que les règlements renferment des compromis inconnus, de sorte que l'Office ne devrait pas tenir compte des rendements découlant de règlements.

---

32 Motifs de décision RH-2-2004, Phase II, précité note 8 à la p. 7

6.2.2 Rendements litigieux au Canada

Présentations de TQM

TQM a soutenu que des organismes provinciaux de réglementation au Canada semblent suivre la direction de l'ONÉ en fixant des rendements et en utilisant les formules RCA. Selon elle, cela rend les comparaisons canadiennes d'une pertinence limitée sinon redondante. TQM a exclu de ses comparaisons plusieurs sociétés pipelinières et services publics canadiens parce leurs rendements étaient établis soit par l'ONÉ, soit selon des formules RCA provinciales, d'où l'effet de redondance.

Présentations des intervenants

L'ACPP a indiqué que les formules RCA n'ont pas été adoptées systématiquement dans l'ensemble du Canada et que de nombreuses instances ont porté à la fois sur l'établissement et la révision des formules. Selon elle, dans chaque instance on a tenu compte de la preuve dans sa globalité et en toute équité.

M. Booth a fait remarquer que l'ONÉ n'était pas le premier organisme de réglementation à adopter une formule RCA. Il a indiqué que même s'il y a une certaine redondance à considérer les rendements accordés par d'autres organismes de réglementation, chacun de ces organismes a entendu des éléments de preuve différents émanant d'experts différents à différents moments et en a tiré ses propres conclusions. À son avis, les décisions des autres organismes de réglementation sont utilisées à bon escient pour en vérifier le caractère raisonnable.

La preuve présentée par M. Booth comparait les rendements autorisés pour divers services publics et sociétés pipelinières du Canada, notamment du Québec, de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique. M. Booth a recommandé que le ratio du capital-actions de TQM soit porté à 32 % parce que, selon lui, l'EUB avait augmenté le « plancher » de la proportion du capital-actions pour le porter à 32-33 %.

6.2.3 Rendements litigieux aux États-Unis

Présentations de TQM

M. Carpenter a présenté une comparaison entre les rendements autorisés de TQM et les rendements autorisés des pipelines et SDL interétatiques américains dans les instances litigieuses. Comme il a été dit plus haut, M. Carpenter estime que les données sur les bénéfices réalisés sont fondamentalement déficientes car elles reposent sur des données comptables et sur des circonstances passées et non futures. Dans sa comparaison, M. Carpenter a présenté deux mesures de rechange pour les rendements autorisés : (i) le RCA proprement dit; et (ii) un rendement du CMPCAI qui résulte du RCA autorisé et de la structure du capital, combinés avec un coût de la dette présumé après impôts de 3,75 % pour toutes les entreprises et toutes les années.

Selon M. Carpenter, l'écart actuel entre les rendements autorisés de TQM et ceux des sociétés américaines comparables n'est pas justifié par les écarts de risque et depuis 1994, on constate un

écart injustifié entre le RCA autorisé de TQM et celui des sociétés américaines comparables. TQM a soutenu que cet écart n'est justifié par aucune variation du risque commercial correspondant.

M. Murphy a également présenté des données sur des rendements autorisés litigieux pour les pipelines et SDL interétatiques américains. Concernant les gazoducs de transport, il a dit que son échantillon a révélé que les RCA autorisés et la proportion du capital-actions étaient tous deux plus élevés aux États-Unis. Dans le cas des SDL, M. Murphy les a regroupées en deux catégories, selon que leurs tarifs prévoyaient ce qu'il a appelé la dissociation des produits ou selon la normalisation des conditions météorologiques. Il a dit que les deux catégories avaient des RCA autorisés considérablement supérieurs au niveau actuel de la formule RH-2-94.

Présentations des intervenants

Selon l'ACG, il s'est établi un écart grandissant depuis 1994 entre les rendements autorisés des services publics américains et canadiens, un écart qui n'est justifié par aucune variation du risque commercial correspondant.

L'ACPP, l'ACIG et l'Ontario sont toutes d'avis qu'il est normal que les rendements autorisés soient plus élevés aux États-Unis car les risques sont plus grands. Ces avis sont exposés dans la section 6.1.2 sous le titre *Contexte réglementaire au Canada et aux États-Unis*.

En ce qui concerne l'analyse des rendements autorisés des pipelines interétatiques américains présentée par M. Carpenter, M. Safir a soutenu que les données de l'analyse étaient trop peu nombreuses pour permettre de conclure qu'il y a eu une augmentation systématique de l'écart entre les rendements autorisés de TQM et la moyenne autorisée des pipelines interétatiques.

6.3 Preuve sur les rendements du marché financier

La section qui suit est une description des trois échantillons présentés par M. Vilbert et de la présentation de M. Booth, et la section 6.3.2 concerne la mesure dans laquelle les coûts du capital peuvent être influencés par les activités non réglementées.

6.3.1 Description des échantillons

Le tableau 6-1 résume l'information tirée des échantillons présentés en preuve et utilisés par TQM et l'ACPP pour étayer leur recommandation respective concernant la question de savoir quel rendement devrait être permis à TQM. Le tableau illustre en partie les méthodes suivantes, que l'Office a dit qu'il emploierait au chapitre 4 :

- Le coût des capitaux propres (lignes 1 à 5), tel qu'établi en application du MEAF, repose sur des bêta non rajustés et sur le taux hors risque ainsi que la prime de marché suggérés par MM. Vilbert et Booth.
- Les lignes 1 à 3 reposent sur la structure du capital établie selon la valeur marchande et sur le coût de la dette sur le marché (dans la fourchette de 5,4 % à 5,9 %), et supposent la présence d'actions privilégiées, s'il y en a, dans la structure du capital des sociétés repères.

- La ligne 4 reprend les mêmes paramètres que la ligne 1, sauf qu'elle utilise l'estimation du coût des capitaux propres de M. Booth.
- La ligne 5 constitue la recommandation de M. Booth fondée sur son évaluation du risque commercial de TQM et sur la moyenne pondérée du coût structurel de la dette de TQM, de 6,07 % pour 2008, à une proportion du capital-actions de 32 %.

Tableau 6-1
Coût du capital établi d'après la preuve des témoins experts

Source	Description	Coût des capitaux propres (%)	Proportion du capital-actions (%)	CMPCAI (%)
Preuve de TQM (M. Vilbert)	1. Services publics canadiens	7,4*	51	5,7*
	2. SDL de gaz	9,2	60	7,0
	3. Pipelines de SCO	7,4	68	6,3
Preuve de l'ACPP (M. Booth)	4. Recommandation de M. Booth - Méthode du CMPCAI fondée sur le marché	7,75	51	5,9*
	5. Recommandation de M. Booth	7,75	32	5,3*

* Calculé par l'Office

Présentations de TQM

M. Vilbert a dit qu'il n'existe pas d'échantillon idéal de sociétés canadiennes de transport de gaz naturel non diversifiées et cotées en bourse. Il a déposé en preuve trois échantillons : un échantillon de services publics canadiens, un échantillon de SDL de gaz et un échantillon de pipelines de SCO. Pour déterminer le coût des capitaux propres des sociétés repères, M. Vilbert a utilisé un taux hors risque de 5,0 %, qui comprend une prime à l'échéance de 20 pb. Cette estimation est fondée sur le numéro de *Consensus Forecast* du mois d'août 2007. M. Vilbert a également utilisé une prime de risque de marché de 5,75 % fondée sur son estimation du taux hors risque à long terme et sur les données actuelles de la prime de risque de marché historique.

6.3.1.1 Services publics canadiens

Présentations de TQM

M. Vilbert a dit que le but de son échantillon de services publics canadiens est de représenter des entreprises dont la principale activité est celle d'un service public réglementé dont le risque commercial ressemble à celui de TQM. M. Vilbert a commencé avec les sociétés canadiennes répertoriées dans la base de données *FPinfomart* dans la catégorie des services publics ou des sociétés de transport et de stockage de pétrole et de gaz. Ont été éliminées par M. Vilbert les entreprises qui n'étaient pas répertoriées dans la catégorie FP500 Sales de *FPinfomart*. Cette mesure a permis d'éliminer un certain nombre de petites entreprises non cotées à la Bourse des valeurs de Toronto. M. Vilbert a ensuite appliqué d'autres critères de sélection pour réduire l'échantillonnage des sociétés présentant des caractéristiques semblables à celles de TQM. Lors de l'échantillonnage final, il a retenu les cinq sociétés suivantes : Canadian Utilities, Enbridge

Inc., TransCanada Corp., Emera Inc. et Fortis Inc. M. Vilbert a fait remarquer que, malgré les critères de sélection employés, plusieurs de ces sociétés ont des activités et des éléments d'actif non réglementés et se sont récemment engagées dans des activités d'acquisition. Comme l'a indiqué M. Kolbe, l'échantillon de services publics canadiens est moins grand que dans l'instance RH-2-2004, Phase II, et les petits échantillons ont des marges d'erreur plus grandes. C'est pourquoi M. Vilbert a estimé que des échantillons additionnels étaient nécessaires pour produire une estimation plus crédible du coût du capital de TQM.

Ce qui rend particulièrement pertinent l'échantillon de services publics canadiens, c'est qu'il comprend la société Enbridge Inc., qui a des intérêts importants dans les oléoducs. TQM a dit que l'Office avait estimé dans le passé que les sociétés exploitant des oléoducs étaient exposées à de plus grands risques que celles exploitant des gazoducs, mais elle a soutenu que des changements ont fait en sorte que les risques auxquels font face les oléoducs et les gazoducs deviennent de plus en plus semblables et que le risque commercial de TQM se compare maintenant à celui de Pipelines Enbridge Inc. (Enbridge). TQM a indiqué que les nouveaux oléoducs et les projets d'agrandissement d'oléoducs sont de plus en plus liés par des contrats à long terme alors que la durée des contrats pour les gazoducs comme TQM diminue, de sorte que les écarts de risque traditionnels causés par la distinction entre les transporteurs par contrat et les sociétés de transport public vont s'amenuisant. TQM a également dit qu'Enbridge et Trans Mountain Pipe Line Company Ltd. (Trans Mountain) étaient traditionnellement exposées à des variations plus grandes de leurs bénéfices que celles que produisent maintenant leurs méthodes d'établissement des droits fondés sur les règlements. En réponse à l'énoncé de l'Office dans l'instance RH-2-2004, Phase II, selon lequel « l'exploitation (des oléoducs) est complexe en raison de la multiplicité de produits transportés »[33], TQM a dit que, selon elle, Enbridge et Trans Mountain bénéficient de protections de tarifs contre les coûts liés à cette complexité. TQM a enfin indiqué qu'il y a eu divergence de vues sur les perspectives d'approvisionnement en pétrole et en gaz, de sorte que les gazoducs font maintenant face à un risque d'approvisionnement plus grand que les oléoducs. M. Engen a dit que les marchés financiers font une distinction entre les oléoducs et les gazoducs en raison principalement du risque d'approvisionnement et qu'ils considèrent maintenant les oléoducs moins risqués que les gazoducs.

Présentations des intervenants

Dans son exposé, l'Ontario a dit que les circonstances ayant mené l'Office à considérer les oléoducs plus risqués que les gazoducs dans ses Motifs de décision RH-2-2004, Phase II, demeurent inchangées. L'Ontario a ainsi estimé que : malgré la diminution de la durée des contrats de TQM, les gazoducs ont des contrats à long terme, alors que les oléoducs demeurent des transporteurs publics s'appuyant uniquement sur des commandes au mois; les oléoducs sont exposés aux risques d'exploitation en raison de la multiplicité des produits transportés et parce que la protection dont bénéficie historiquement Enbridge contre ces risques ne garantit pas qu'elle va perdurer; et les oléoducs sont exploités en vertu de règlements qui ont été négociés selon des paramètres financiers différents. L'Ontario a donc estimé que les oléoducs sont intrinsèquement exposés à de plus grands risques que les gazoducs et que ces comparateurs sont inappropriés.

---

33 Motifs de décision RH-2-2004, Phase II, précité note 8, à la p. 78.

6.3.1.2 SDL de gaz

Présentations de TQM

M. Vilbert a dit que, contrairement à l'échantillon de services publics canadiens, les sociétés de l'échantillon de SDL de gaz ont toutes concentré leurs activités dans le secteur du gaz naturel. Lorsqu'il a sélectionné les SDL de gaz pour son échantillon, M. Vilbert a commencé avec les sociétés de distribution de gaz naturel cotées en bourse et répertoriées dans le *Value Line Investment Survey Plus Edition*. Vectren Corporation a été ajoutée au groupe initial parce que, selon M. Vilbert, cette société est souvent considérée comme une SDL de gaz naturel. Ont été éliminées les sociétés aux particularités uniques qui pourraient fausser les estimations du coût du capital. M. Vilbert a présenté un échantillon final où l'on trouve les dix entreprises suivantes qui suscitent le moins de craintes sur le plan de la fiabilité, à savoir : AGL Resources Inc., Atmos Energy Corp., The Laclede Group, New Jersey Resources, Northwest Natural Gas, Piedmont Natural Gas, South Jersey Industries, Southwest Gas Corp., Vectren Corp. et WGL Holdings Inc. M. Vilbert a également pris en considération un sous-échantillon qui suscite le moins de craintes sur le plan de la fiabilité. Toutes les entreprises de cet échantillon proviennent des États-Unis.

M. Carpenter a présenté une évaluation des sociétés de l'échantillon de SDL de M. Vilbert. Il a dit que ce sont des SDL relativement peu diversifiées, tel qu'il est décrit plus bas, et il a conclu, sur la base de leurs caractéristiques individuelles, que les risques à long terme dans leur cas étaient moins grands que ceux de TQM. Il a indiqué que TQM présentait des risques à court terme moins grands, même si toutes les SDL de l'échantillon disposaient de mécanismes de normalisation des conditions météorologiques et que toutes sauf une avaient des mécanismes de tarif additionnel pour les protéger en partie contre les pertes de produits liées à certains volumes. M. Carpenter a soutenu que dans l'ensemble les écarts de risques à long terme l'emportaient sur les écarts de risques à court terme, si bien que le risque global de TQM est plus grand que celui de l'échantillon de SDL de gaz de M. Vilbert.

6.3.1.3 Pipelines de SCO

Présentations de TQM

M. Vilbert a sélectionné l'échantillon de pipelines de SCO à partir des sites Internet Dividend Detective et Publicly Traded Partnerships. Il a retenu les sociétés possédant des pipelines et ayant des cotes d'évaluation d'investissements de qualité placement dans les obligations. Les sociétés ayant d'importantes activités de fusion et d'acquisition et qui ont subi des réductions de distributions ont été par la suite éliminées par M. Vilbert. L'échantillon de pipelines de SCO comprenait les six sociétés restantes, savoir : Boardwalk Pipeline Partners, Kinder Morgan Energy Partners, TC Pipelines, Oneok Partners, Enbridge Energy Partners et Enterprise Products Partners; aucune d'elles n'est à strictement parler une société pétrolière. Selon M. Vilbert, l'échantillon de pipelines de SCO est celui qui se rapproche le plus d'un échantillon de gazoducs non diversifiés actuellement disponible, et le nombre de SCO pipelinières va en s'amplifiant. M. Vilbert a fait remarquer que les SCO de l'échantillon évoluent à l'échelle nationale aux États-Unis, les pipelines traversant un grand nombre d'États. Il a dit que les estimations du coût du capital à partir de cet échantillon sont prudentes à cause de la difficulté qu'il y a d'estimer la valeur marchande de la part de capitaux propres échéant au commandité.

6.3.1.4 Estimations de M. Booth

Présentations des intervenants

M. Booth ne s'est pas appuyé sur un échantillon particulier de comparables pour établir sa recommandation sur le coût des capitaux propres. Il s'est plutôt appuyé sur le rendement et le comportement historiques des grandes sociétés de portefeuille de services publics et des services publics non diversifiés au Canada. M. Booth s'est également appuyé sur les sous-indices composites suivants du TSX/S&P : Gas/Electric, Telco, Pipes et Utilities. Se basant sur son jugement professionnel, sur une estimation du MEAF et sur un modèle bifactoriel, M. Booth a estimé qu'un « service public réglementé typique » devrait avoir un RCA autorisé de 7,75 %.

Pour estimer le coût du capital-actions à l'aide du MEAF, M. Booth a utilisé un taux hors risque de 4,75 % d'après les prévisions de *Consensus Forecast* et la marge d'année 30-10. M. Booth s'est également appuyé sur une prime de risque de marché de 5,0 % basée sur l'influence de données antérieures, sur le rendement récent et inattendu du marché des obligations et sur une réduction du risque sur le marché des obligations comparativement à il y a quelques années. L'estimation du coût des capitaux propres de M. Booth comprend une provision de 50 pb pour les coûts d'émission.

6.3.2 Activités non réglementées dans les données de marché découlant des échantillons sélectionnés

Dans la mesure où les sociétés des échantillons se livrent à des activités commerciales réglementées et non réglementées, il importe, en plus de comparer les risques de leurs activités réglementées avec ceux de TQM, de déterminer si et dans quelle mesure leurs activités non réglementées pourraient influencer les coûts estimatifs du capital.

Présentations de TQM

M. Carpenter a présenté des éléments de preuve sur les activités non réglementées des sociétés comprises dans l'échantillon de SDL de M. Vilbert, et sur celles de certaines SCO comprises dans son échantillon de pipelines de SCO, compte tenu de leur quote-part des produits et des actifs. M. Carpenter a jugé que l'échantillon de SDL comprend des sociétés relativement peu diversifiées, en fonction de deux facteurs. Premièrement, il a indiqué que pour 2006 les SDL repères ont chacune tiré entre 50 et 99 % de leur bénéfice net des services réglementés de distribution, de transport et de stockage de gaz et avaient de 66 à 100 % de leurs actifs affectés à ces activités réglementées. Deuxièmement, selon M. Carpenter, sa preuve a révélé qu'en général les services de transport et de stockage concurrentiels constituent une partie négligeable des activités globales des sociétés. La preuve de M. Carpenter a révélé que la nature des activités non réglementées était variée, allant par exemple de la commercialisation du gaz naturel à la propriété de centrales électriques.

En ce qui concerne l'échantillon de pipelines de SCO de M. Vilbert, M. Carpenter a examiné les activités commerciales des trois SCO qui, selon lui, étaient le plus fortement engagées dans le transport et le stockage interétatiques de gaz naturel, soit Boardwalk Pipeline Partners, LP, Oneok Partners LP et TransCanada Pipelines, LP. Selon sa preuve portant sur cinq années

récentes, ces SCO ont obtenu entre 59,2 et 100 % de leurs produits nets des services interétatiques de transport et de stockage de gaz naturel, alors que de 80 à 100 % de leurs immobilisations corporelles étaient investis dans ces mêmes activités.

M. Vilbert a tenté de vérifier l'effet éventuel des activités non réglementées dans ses estimations du coût du capital en sélectionnant des sociétés repères possédant les niveaux le plus élevés d'actifs réglementés. Il a dit qu'on s'attend généralement à ce que les activités non réglementées présentent un risque un peu plus grand que les activités réglementées, mais que selon lui les mesures du risque et le coût estimatif du capital pourraient ne pas refléter ces attentes, en raison notamment des erreurs d'estimation. Il a indiqué ne pas savoir de quel ordre devrait être le rajustement, s'il devait y en avoir un, sur la base des activités non réglementées des sociétés repères. M. Kolbe a dit pour sa part qu'un facteur qui pourrait neutraliser un éventuel biais dans les coûts estimatifs du capital en raison de la présence d'activités commerciales non réglementées est que, lorsque les activités non réglementées éprouvent des difficultés, leur coût du capital mesuré a tendance à être surestimé par rapport à leur coût du capital véritable.

Selon M. Vander Weide, il n'y a pas de mesures adéquates pour départager les activités réglementées des activités non réglementées, surtout à cause des distorsions présentes dans les mesures comptables et de la disponibilité limitée de l'information qui, en pratique, est totalement partagée entre les activités réglementées et les activités non réglementées. Il a également soutenu que les activités non réglementées ne présentent pas nécessairement un risque plus grand qu'un pipeline à faible risque.

En réponse à une demande de renseignements de l'ACPP, TQM a produit un rapport de Dominion Bond Rating Service (DBRS) décrivant sa méthode de notation des services publics. Dans une section intitulée *Non-Regulated Activities* (Activités non réglementées), DBRS a écrit :

> [TRADUCTION] Étant donné le risque commercial plus grand inhérent aux activités non réglementées, on s'attendrait à ce que les sociétés plus exposées aux activités non réglementées subissent un risque financier moindre (c.-à-d. des dettes inscrites au bilan moins élevées et ratios de couverture des charges fixes plus élevés) à titre de facteur compensatoire pour avoir une cote de solvabilité comparable[34].

Les rapports de même type émanant des autres grandes agences de notation étaient moins explicites sur ce point.

Opinion de l'Office

Intégration des marchés des capitaux canadiens et américains

L'Office estime que les marchés financiers mondiaux ont beaucoup évolué depuis 1994. Le Canada a connu des mouvements accrus de capitaux et il a révisé sa politique fiscale pour faciliter ces mouvements. L'Office juge donc que les entreprises canadiennes sont de plus en plus en concurrence

34 Méthode de notation de DBRS – Notation des services publics (électricité, pipelines et distribution de gaz) à la p. 2.

pour obtenir des capitaux sur le marché mondial. L'Office constate que le Canada a diversifié ses partenaires commerciaux de sorte qu'actuellement on compte proportionnellement moins d'investissements directs canadiens aux États-Unis que durant les années 90. Il est néanmoins clair, au vu de la preuve, que la majorité des investissements canadiens vont aux États-Unis.

Un rendement équitable du capital devrait notamment être comparable au rendement que rapporterait le capital investi dans d'autres entreprises présentant un risque analogue et permettre à la société réglementée d'attirer des capitaux additionnels à des conditions raisonnables. TQM a besoin d'aller vers les marchés mondiaux pour obtenir des capitaux. L'Office doit s'assurer que TQM peut compter sur un rendement qui lui permette de le faire. Les comparaisons avec les rendements dans d'autres pays peuvent être utiles mais elles sont difficiles à établir en raison des écarts qui existent au niveau du risque commercial et du contexte commercial. Aussi, l'Office estime-t-il que les sociétés pipelinières exerçant leur activité aux États-Unis ont le potentiel nécessaire pour servir d'indicateur pour les occasions d'investissements disponibles sur les marchés mondiaux.

Contexte réglementaire au Canada et aux États-Unis - Pipelines de transport

L'Office n'est pas convaincu que le régime de réglementation américain expose les services publics à un risque élevé de pertes majeures en raison d'événements inhabituels ou du rejet de coûts. L'Office juge que les pertes et les rejets subis par les entreprises réglementées des États-Unis à la suite de la restructuration effectuée pour mettre fin aux fonctions marchandes des gazoducs, et pour d'autres facteurs comme la construction de la centrale nucléaire de Duquesne, sont essentiellement des événements uniques. L'Office estime que ces événements n'auront probablement pas un poids important aux yeux des investisseurs aujourd'hui, et donc peu ou pas d'incidence sur le coût du capital.

L'Office estime que le risque volumétrique ressortit davantage au modèle de réglementation américain qu'au modèle canadien. L'Office trouve que la preuve n'a toutefois pas permis de conclure que le risque volumétrique influe sur les risques à long terme de recouvrement des capitaux. L'Office est d'avis que le risque volumétrique influe nettement sur le risque, à court terme, que les bénéfices autorisés ne soient pas atteints et parfois pour des années consécutives entre les causes tarifaires. L'Office considère également important que le risque volumétrique soit de nature symétrique, car il fournit aux sociétés pipelinières des occasions de hausse pour faire contrepoids.

L'Office constate que la preuve de M. Safir laisse à penser à une plus grande variabilité des bénéfices réels moins les bénéfices autorisés des

sociétés pipelinières américaines par rapport aux canadiennes. M. Carpenter a indiqué que cela concorde avec son opinion selon laquelle les risques à court terme sont plus élevés aux États-Unis. L'Office est du même avis : selon lui, les risques à court terme auxquels font face les pipelines américains sont plus élevés que ceux auxquels font face TQM en particulier et ses homologues canadiennes en général.

Dans l'ensemble, l'Office juge que les risques résultant du contexte réglementaire sont plus élevés pour les pipelines américains que pour les pipelines canadiens et il estime que cela était également vrai en 1994. L'Office est toutefois d'avis que les risques auxquels fait face TQM et les risques auxquels font face les pipelines américains ne sont pas différents au point d'en faire des comparateurs inappropriés. L'Office convient que les risques auxquels font face les pipelines des deux pays présentent de nombreuses similitudes. Cela est dû au fait que les deux modèles de réglementation partagent dans une large mesure les mêmes principes fondamentaux. De plus, les pipelines canadiens et américains évoluent dans ce que l'Office considère comme un marché du gaz naturel nord-américain intégré, qui éclaire les choix des organismes de réglementation dans les différents pays.

Contexte réglementaire au Canada et aux États-Unis - SDL

L'Office constate que dans la présentation de sa preuve, M. Safir a dit que la variation des bénéfices à court terme des SDL américaines était plus élevée que celle des sociétés pipelinières canadiennes, mais moins élevée que les sociétés pipelinières américaines. L'Office constate également que M. Carpenter a dit que TQM faisait face à des risques à court terme moins élevés que les sociétés de l'échantillon de SDL de M. Vilbert. L'Office est d'accord pour dire que les SDL américaines ont des risques à court terme plus élevés que TQM.

Quant aux divergences de vues entre M. Safir et M. Carpenter sur les conclusions de la FERC concernant les risques relatifs et la comparabilité des pipelines et des SDL interétatiques des États-Unis, sur la base de l'examen qu'a fait l'Office de la décision de la FERC présentée en preuve, en particulier les extraits figurant dans la note de bas de page de la section 6.1.2, l'Office accepte la déclaration de M. Carpenter selon laquelle la FERC a accepté dans le groupe-témoin des entreprises ayant une large part d'activité de SDL et rajusté leur rendement à la hausse à hauteur de 50 pb, parce qu'elle a jugé que les SDL étaient assujetties à des risques moins élevés que les pipelines interétatiques. L'Office s'inspire de l'opinion de la FERC sur cette question.

L'Office constate qu'aucune preuve n'a révélé que les SDL présentaient des risques à long terme plus élevés que les pipelines de transport. Certains témoins ont plutôt été d'avis contraire en raison de la nature du

marché des SDL et des risques d'approvisionnement. L'Office estime que la preuve n'a pas révélé de constatation claire sur les risques à long terme de TQM par rapport aux SDL américaines.

L'Office est convaincu que la preuve montre que TQM et les SDL américaines présentent des risques suffisamment semblables pour que des comparaisons significatives puissent être établies. Lors de son évaluation de la comparabilité des rendements des SDL américaines, l'Office a estimé que globalement, en ce qui concerne les risques à court terme plus élevés des SDL américaines, les activités de SDL réglementées de ce groupe présentaient un risque un peu plus élevé que celles de TQM. L'Office aurait toutefois eu besoin de renseignements supplémentaires pour pouvoir comparer ce groupe avec TQM.

Rendements négociés au Canada

L'Office a pour principe d'approuver ou de rejeter les règlements dans leur ensemble, reconnaissant en cela que des compromis inconnus sont faits pour parvenir à ce qui arrive à l'Office comme étant des règlements globaux. Lorsque l'Office conclut que les droits qui en résultent seraient justes et raisonnables, il n'approuve pas pour autant chacune des composantes du règlement individuellement. L'Office estime que la preuve présentée en l'espèce a fait ressortir que les parties extérieures ne peuvent pas observer ou deviner les compromis qui ont été négociés et qu'un élément d'un règlement quel qu'il soit, y compris le rendement autorisé, ne peut pas être présumé avoir été acceptable aux parties de manière indépendante.

L'Office n'est pas convaincu que l'examen d'un certain nombre de règlements globaux atténue pour autant ce problème fondamental. L'Office estime que l'incertitude liée aux compromis est un grand obstacle à la valeur instructive des rendements négociés. C'est pourquoi l'Office n'a accordé aucun poids aux rendements résultant des règlements négociés au Canada.

Rendements litigieux au Canada

Sur la question de savoir si les rendements litigieux des services publics canadiens sont semblables à cause des problèmes de redondance, ou s'ils donnent un signal valable parce qu'ils représentent des conclusions indépendantes rendues sur des questions semblables, l'Office estime que la preuve ne tend pas à démontrer de façon certaine la véracité de l'une ou l'autre opinion. Devant des opinions contradictoires sur la question, et devant l'option de s'appuyer sur les rendements tirés d'autres comparables qui ont été soumis, l'Office n'a accordé aucun poids aux rendements litigieux au Canada.

Rendements litigieux aux États-Unis

Comme il l'a expliqué de façon plus complète dans d'autres sections, l'Office a accordé du poids principalement aux données des rendements fondés sur le marché. L'Office a néanmoins constaté que les rendements litigieux aux États-Unis étaient utiles pour fins de comparaison avec les résultats des analyses s'appuyant sur les rendements du marché.

Résultats des données des marchés financiers découlant des échantillons sélectionnés

Pour établir quel poids accorder à l'échantillon de services publics canadiens, l'Office a examiné la pertinence des facteurs qui l'ont mené à n'accorder aucun poids aux rendements négociés et litigieux au Canada. L'Office juge que les résultats des données des marchés financiers, lorsqu'ils sont correctement établis, donnent des estimations des véritables coûts du capital sous-jacent des sociétés repères. C'est que, selon l'Office, le coût du capital sous-jacent est déterminé par les attentes des investisseurs, qui sont exprimées dans les marchés financiers, et que les rendements autorisés ne constituent qu'un parmi de nombreux facteurs à influencer ces attentes. L'Office estime donc que les estimations du coût du capital fondées sur le marché évitent largement les problèmes associés aux comparaisons directes avec les rendements négociés et litigieux canadiens.

L'Office s'est en outre demandé si les risques auxquels sont exposées les services publics canadiens de l'échantillon avaient changé, par rapport à ceux que TQM assume, parce que certains de leurs secteurs font l'objet de règlements négociés. Selon l'Office, la preuve n'a pas établi que les règlements, pris ensemble, avaient causé une hausse ou une baisse systématique du risque commercial. En conséquence, l'Office a comparé TQM avec les services publics canadiens de l'échantillon en fonction d'autres facteurs sous-jacents de risque commercial, comme le risque d'approvisionnement, le risque de marché et le risque de concurrence.

En ce qui concerne l'inclusion d'Enbridge Inc. dans l'échantillon des services publics canadiens, l'Office estime que les arguments de TQM touchant les changements qui influencent les risques relatifs des sociétés exploitant des oléoducs et des gazoducs l'ont convaincu que ces risques, d'une manière générale, se sont rejoints avec le temps. Selon l'Office, TQM n'a pas su établir que ses risques, ni ceux des sociétés de gazoducs en général, sont aujourd'hui aussi élevés, sinon plus élevés que ceux des sociétés d'oléoducs. Comme l'Office estime que les risques relatifs se ressemblent de plus en plus avec le temps et qu'Enbridge Inc. a également des intérêts au-delà des oléoducs, l'Office accepte qu'Enbridge Inc. soit incluse dans cet échantillon.

Compte tenu de ces opinions sur l'échantillon de services publics canadiens et comme, selon l'Office, les sociétés repères évoluent dans un contexte (réglementaire, financier et politique) semblable à celui de TQM, l'Office a estimé que l'échantillon de services publics canadiens était utile.

L'estimation par M. Booth du coût des capitaux propres d'un « service public réglementé typique », tel qu'illustré au tableau 6-1, a aidé l'Office à interpréter les résultats du CMPCAI. L'Office reconnaît les limites d'un exercice qui combine cette estimation du coût des capitaux propres avec la structure du capital fondée sur la valeur marchande car la structure du capital ne concorde peut-être pas parfaitement avec celle d'un « service public réglementé typique » au Canada. L'Office est néanmoins d'avis que la preuve de M. Booth concernant un « service public réglementé typique » peut raisonnablement être représentative de l'industrie des services publics au Canada, dont fait partie TQM. L'Office considère toutefois TQM comme faisant partie d'un contexte commercial plus large que celui qui est délimité par les frontières canadiennes.

L'Office accepte que TQM soit comparée dans une certaine mesure avec l'échantillon des SDL de gaz car les activités des sociétés repères sont concentrées dans le secteur du gaz naturel et que les différences de contexte commercial de part et d'autre peuvent, selon l'Office, être raisonnablement comprises et prises en compte.

L'Office estime que l'échantillon de pipelines des SCO est instructif car il a été présenté comme étant le plus proche d'un échantillon de sociétés non diversifiées exploitant des gazoducs disponible actuellement. Selon l'Office, le risque commercial à court terme plus élevé auquel les pipelines américains et l'échantillon de pipelines des SCO sont exposés, peut être quelque peu compensé par ce que le demandeur a appelé la sous-estimation du prix du marché des capitaux propres des SCO en raison de la difficulté qu'il y a à estimer la valeur marchande du commandité. Comme l'échantillon de pipelines des SCO semble prometteur pour les instances à venir, l'Office estime qu'il pourrait tirer parti d'un examen approfondi de la relation commandité/commanditaire.

Activités non réglementées dans les données du marché découlant des échantillons sélectionnés

En principe, l'Office ne croit pas que les comparables doivent nécessairement tous, ou presque, être réglementés. Ce qui importe plutôt, c'est de savoir dans quelle mesure les risques sont comparables. S'il y avait des sociétés complètement non réglementées avec des risques semblables à ceux d'un pipeline, ou si les écarts de risque pouvaient être pris en compte, l'Office serait réceptif à l'examen de comparables comme ceux-là, car ils fourniraient de l'information sur le point de vue des participants aux marchés concurrentiels concernant le risque.

L'Office constate que M. Vilbert a reconnu que les risques des entreprises non réglementées sont généralement plus élevés que ceux des entreprises réglementées. La preuve a également démontré que DBRS considère que les activités non réglementées des services publics présentent un risque plus grand et qu'elle exige que les services publics contrebalancent leur exposition aux activités non réglementées par un risque financier moins grand, afin d'obtenir une notation comparable. En dépit de l'affirmation de M. Vilbert voulant que les risques plus grands des activités non réglementées ne signifient pas nécessairement que le coût estimatif du capital serait plus élevé, l'Office estime que dans le cas de ses échantillons, c'est exactement ce que cela signifie en général.

En conséquence, l'Office estime que dans le contexte de tous les échantillons présentés en l'espèce, la présence d'activités non réglementées dans les sociétés repères laisse supposer que les coûts estimatifs du capital sont susceptibles de capter, dans une certaine mesure, le coût du capital plus élevé des activités non réglementées.

Conclusion

À la lumière des avis exprimés plus haut par l'Office concernant l'intégration des marchés financiers américain et canadien, compte tenu des problèmes que posent les comparaisons avec les rendements négociés ou litigieux canadiens, et à la lumière de l'opinion de l'Office selon laquelle les écarts de risque entre le Canada et les États-Unis peuvent être compris et pris en compte, l'Office estime que les comparaisons avec les sociétés américaines sont très éclairantes pour déterminer un rendement équitable pour TQM pour les années 2007 et 2008.

L'Office a été renseigné par toutes les catégories comparables de rendements des marchés financiers présentées dans la preuve par les deux parties. Conformément à la décision prise par l'Office au chapitre 4 de s'appuyer sur une méthode du CMPCAI fondée sur le marché, l'Office a accordé la prépondérance aux rendements découlant du marché par opposition aux rendements réglementés. Ces rendements fondés sur le marché de sociétés réputées présenter un risque comparable à celui de TQM, conjugués à la structure du capital à la valeur marchande, fournissent à l'Office des renseignements essentiels pour déterminer le coût du capital de TQM pour 2007 et 2008. Le chapitre 7 montrera comment ces renseignements ont été utilisés pour déterminer le rendement équitable pour TQM.

Chapitre 7

Rendement équitable de TQM pour 2007 et 2008

Si l'on s'appuie sur une démarche globale du coût du capital, cela signifie qu'il faut comparer les coûts totaux du capital d'entreprises comparables et non pas les composantes du coût du capital. Ce chapitre porte d'abord sur le rendement total équitable de TQM pour 2007 et 2008, puis sur la manière dont le rendement peut être mis en vigueur.

7.1 Rendement total

Le tableau 7-1 résume les recommandations faites par les diverses parties relativement au coût du capital de TQM pour 2007 et 2008. Une des conséquences de l'utilisation de la méthode du CMPCAI est que les rendements recommandés par les parties peuvent être examinés sur fond de critères constants. Certaines parties – l'ACPP, l'ACIG et l'Ontario – ont fait des recommandations sur des composantes individuelles du coût du capital, alors que d'autres – TQM et l'ACG – l'ont fait par le coût global du capital. Pour en faciliter la comparaison, les recommandations sont présentées dans le tableau 7-1 sur la base du CMPCAI ou de l'équivalent.

Présentations de TQM

Tel qu'il a été mentionné à la section 1.2, TQM a demandé un RCA de 11 % sur un ratio du capital-actions à hauteur de 40 %, majoré du coût structurel de la dette sur les 60 % restants de la structure du capital. Le taux d'intérêt actuel inhérent sur la dette émise de TQM de 60 % est de 6,14 %. Le taux d'intérêt d'une autre tranche de 10 % (non émise) a été établi à 5,69 % en 2007 et à 5,5 % en 2008. TQM a indiqué qu'elle a commencé avec un CMPCAI de 6,65 %, qui est fondé sur la valeur marchande de la dette. La demande incluait un rajustement pour l'écart entre le coût de la dette sur le marché et le coût structurel de la dette, pour un CMPCAI de 6,9 %. Toutefois, TQM a dit qu'elle pourrait accepter un rendement global de 6,65 % si les taux de rendement du marché sont utilisés tant pour la dette que pour le capital-actions.

TQM a indiqué que l'exigence de l'intégrité financière est respectée lorsque le rendement total lui permet de maintenir son intégrité financière, y compris des cotes de solvabilité et des ratios de couverture acceptables, en tant qu'entité autonome. Des cotes de solvabilité et ratios de couverture acceptables ont une incidence sur le coût du capital d'un service public, qui finit par se refléter dans le caractère raisonnable des conditions dans lesquelles le service peut attirer des capitaux. Actuellement, S&P et DBRS attribuent à TQM une cote BBB+ et A (faible) respectivement, deux cotes de qualité placement. TQM a indiqué que ces cotes reflètent le soutien du crédit implicite de sa société-mère, ce qui pourrait violer le principe de l'entité autonome. Selon M. Murphy, si Moody's devait attribuer une cote de crédit à TQM, elle lui attribuerait une cote Ba1, qui est en dessous d'une cote d'action de qualité placement.

Tableau 7-1
Résumé des rendements recommandés pour TQM pour 2007 et 2008
(en %, à moins d'indication contraire)

Partie	Proportion du capital-actions[1]	Rendement du capital-actions ordinaire	Dette	Rendement total équivalent après impôt[2]
TQM	40	11	Structurelle	6,9
	s/o	s/o	Structurelle	6,9
	57,5 à 60	Formule RH-2-94 [4]	Structurelle	6,9
TQM [3]	s/o	s/o	Marché	6,65
ACG				De 200 à 300 points de base de plus que le taux actuel[6]
ACPP	30 à 32	Formule RH-2-94 [4] ou 7,75 [5]	Structurelle	5,4 à 5,5 (2007) [7] 5,5 à 5,6 (2008) [7] 5,2 à 5,3 [7]
ACIG	32	Formule RH-2-94 [4]	Structurelle	Voir ACPP ci-dessus
Ontario	36	Formule RH-2-94 [4]	Structurelle	5,7 (2007) [7] 5,8 (2008) [7]

1 Valeur comptable du capital-actions / (valeur comptable du capital-actions plus dette comptable)

2 Lorsque le rendement après impôt est influencé par les taux d'imposition; p. ex., lorsqu'on calcule le coût de la dette après impôt, on suppose un taux d'imposition de 32 %.

3 Les recommandations de TQM avaient commencé sur la base de l'analyse de MM. Kolbe et Vilbert, qui ont abouti à une fourchette de CMPCAI allant de 6½ à 6¾ %, avant le rajustement du coût de la dette sur le marché pour le coût structurel de la dette, soit un rajustement de 0,24 points de pourcentage.

4 Le rendement du capital-actions ordinaire selon la formule RH-2-94 est de 8,46 % pour 2007 et de 8,71 % pour 2008.

5 Si la formule RH-2-94 devait être rouverte, l'ACPP a recommandé que la valeur actuelle du rendement du capital-actions ordinaire soit de 7,75 %.

6 Le taux actuel pour TQM est de 5,4 à 5,5 selon le calcul de l'Office.

7 Selon le calcul de l'Office.

Présentations des intervenants

L'ACG a soutenu que, peu importe si l'approche devait changer, il est nécessaire d'éliminer le déficit de 200 à 300 pb des rendements totaux qui ont surgi dans les rendements canadiens fondés sur des formules.

Spectra et Union ont dit appuyer la position de TQM. Elles ont recommandé que l'Office examine en profondeur la question de savoir si la formule RH-2-94 continue de produire un rendement équitable. Elles n'ont pas recommandé de rendement précis à accorder à TQM pour 2007 et 2008.

Selon l'ACPP, les RCA de 8,46 % et 8,71 % calculés à l'aide de la formule RH-2-94 accordent un rendement plus qu'équitable à TQM pour 2007 et 2008. Quant à la proportion du capital-actions, l'ACPP a proposé une fourchette, selon l'évaluation de M. Booth, de 30 % si la base de comparaison était la variation des risques commerciaux de TQM depuis la décision RH-2-94, ou de 32 % si la base de comparaison était les exploitants du transport de l'Alberta et la décision de l'EUB concernant AltaLink en 2003. L'ACPP n'a pas pris position sur le coût de la dette demandé par TQM, en soutenant que le recours à la dette structurelle et à la formule RH-2-94 demeure valide. L'ACPP n'a pas contesté l'opinion de TQM concernant les cotes de solvabilité et elle a soutenu que le rendement actuel permis à TQM ne peut pas être inéquitable car TQM a pu maintenir une qualité de crédit à la fois bonne et stable.

Selon l'Ontario, TQM, à titre d'entité autonome, continue d'attirer suffisamment de capitaux. L'augmentation de la proportion du capital-actions de la société à 36 % et le maintien de la formule RH-2-94 seraient plus que suffisants pour maintenir la capacité de TQM d'attirer des capitaux à des conditions favorables, tant à court terme qu'à long terme.

L'ACIG a recommandé que la demande d'augmentation de la proportion du capital-actions au delà de 32 % soit refusée, en faisant remarquer que dans son Rapport annuel 2006, TQM avait déclaré qu'une proportion présumée du capital-actions de 36 % serait appropriée, non pas 40 % comme elle le réclame dans sa demande. L'ACIG a soutenu que même l'augmentation à 36 % n'était pas nécessaire, compte tenu de son opinion sur les risques de TQM énoncée au chapitre 5. L'ACIG a ajouté que dans son Rapport annuel 2006, TQM n'a pas indiqué qu'elle cherchait à obtenir une augmentation de son RCA. Elle a fait valoir qu'une demande qui va au-delà de ce que la formule RH-2-94 accorderait doit être refusée.

7.2 Rendement total et structure du capital

Le rendement total réputé équitable pourrait être accordé de diverses façons. L'Office a sollicité l'opinion des parties pour savoir si elles préféraient des rendements accordés sous forme de rendement total, ou encore des rendements du capital-actions ordinaire et des titres de créances distincts, avec une structure du capital présumée par l'Office.

Présentations de TQM

Comme le montre le tableau 7-2, TQM a démontré que les trois scénarios évoqués dans la demande (« 11 % sur 40 % », « formule sur 60 » et « CMPCAI seulement ») étaient à peu près équivalents en termes de besoins en produits et qu'ils pourraient donner lieu à un droit unique. TQM a indiqué que dans tous les cas il faudrait calculer, pour fins d'impôt, le chiffre brut du rendement après impôt en divisant le rendement du capital-actions ordinaire par 1 moins le résultat d'un taux d'imposition d'environ 32 %, qui est le taux d'imposition moyen des propriétaires de TQM. Dans le troisième cas présenté au tableau 7-2, les impôts sur les bénéfices traitent le rendement du capital comme s'il était basé à 100 % de capital-actions et aucun impôt n'était déduit au titre de remboursements de dette.

Même si TQM avait une préférence pour la combinaison du 11 % sur 40 % de capital-actions, elle considérait les trois scénarios comme étant équivalents car la somme des rendements et des impôts ne changerait pas.

Tableau 7-2
Incidence sur les produits de 2008 moyennant un CMPCAI de 6,9 %
(en milliers de dollars)

Trois scénarios présentés par TQM	Rendement du capital	Impôts sur les bénéfices Liés au rendement du capital	Impôts sur les bénéfices Écarts de démarcation et autres[1]	Somme du rendement et des impôts sur les bénéfices
11 % sur 40 %, calculé selon la démarche traditionnelle	36 644	9 459	2 109	48 212
Formule sur 60, calculée selon la démarche traditionnelle	34 797	11 241	2 109	48 147
CMPCAI de 6,9 %, sans RCA ni structure du capital précisés[2]	31 254	14 833	2 109	48 196

Tiré des remarques de TQM :

1 L'impôt de 2 109 000 $ sur les écarts de démarcation et autres n'est pas sensible au rendement et il est le même dans tous les cas pour 2008.

2 Dans le cas du CMPCAI de 6,9 %, le rendement est la base tarifaire pour 2008 (452 962 000 $) multiplié par 6,9 %; quant aux impôts sur les bénéfices liés au rendement du capital, ils utilisent un pourcentage de calcul du brut de 47,46 % multiplié par le rendement du capital.

Les deux propriétaires de TQM, TransCanada et Gaz Métro, ont indiqué qu'ils considèrent leur dette totale sur une base consolidée et qu'ils ciblent une cote spécifique; ils ont soutenu qu'ils n'auraient pas les mêmes incitatifs à prendre en compte les avantages fiscaux de la dette de la même façon qu'une société réglementée.

TransCanada a indiqué que, selon la façon dont le rendement total serait accordé à TQM, elle reconsidérerait éventuellement sa manière de financer son investissement dans TQM. Par exemple, si la formule s'appliquait à TQM sur une proportion du capital-actions de 60 %, TransCanada ne tiendrait pas à 60 % la valeur comptable du capital-actions affectée à l'investissement dans TQM dans la structure de son propre capital car ce niveau n'est pas requis pour satisfaire aux exigences des agences de notation. La composante du capital-actions de la structure du capital à la valeur du marché de TransCanada est d'actuellement d'environ 40 %. Gaz Métro a également indiqué que, peu importe la manière dont le rendement sera accordé, la proportion du capital-actions serait probablement de 40 %.

Concernant les avantages fiscaux tirés de l'optimisation de l'effet de levier de la dette de TQM, TransCanada a reconnu qu'au moins une partie de l'avantage qu'elle tire de son financement extra-territorial vient de la structure dite de cumul d'utilisations, où une entité peut légalement déduire les intérêts dans deux pays, en l'occurrence les intérêts payés au Canada et les intérêts payés aux États-Unis. TransCanada a toutefois indiqué que la position de TQM demeure conforme à la norme de réglementation consistant à considérer une entité comme étant autonome et non pas comme partie intégrante d'une grande société. Comme chacune de ses propositions pour un rendement total équitable donnerait lieu aux mêmes besoins en produits, TQM a souligné qu'il n'y aurait pas de transfert de richesse.

Présentations des intervenants

L'ACPP a dit que les décisions sur la structure du capital pourraient produire un transfert de richesse selon l'entité qui profite de l'optimisation de la structure du capital de TQM. Les

sociétés réglementées ont traditionnellement été autorisées à inclure dans leurs besoins en produits une provision pour impôts sur les bénéfices, reflétant la structure du capital présumée, le coût des capitaux propres permis et le coût réel de la dette. Comme les intérêts sont déductibles, on peut réduire le coût du capital global en utilisant la dette. Les démarches de réglementation traditionnelles ont explicitement fait en sorte que cette réduction du coût du capital global a été attribuée aux expéditeurs. L'ACPP a dit craindre que, si un rendement total était accordé sans préciser la structure du capital, les besoins en produits incluraient une provision pour impôts qui pourrait ne pas être payée nécessairement, surtout que la société réglementée fait partie de la structure d'une société de portefeuille.

Selon l'ACPP, accorder un coût du capital global permet à une société de portefeuille, en sa qualité de propriétaire du service public réglementé, d'utiliser une partie de l'endettement de la société de portefeuille, plutôt que de la filiale où il pourrait profiter aux expéditeurs. C'est ce qu'on a appelé le double effet de levier financier. M. Booth a indiqué que cela se produit au Canada et que cela démontre que l'effet de levier n'est pas pleinement utilisé au sein de l'entité réglementée. De plus, une société de portefeuille possédant des entreprises internationales peut réduire ses impôts sur les bénéfices en profitant de déductions supplémentaires[35]. M. Booth a toutefois convenu qu'un tel effet de levier n'aurait pas d'incidence sur ce qui est facturé aux payeurs de droits, dans la mesure où le CMPCAI serait constant.

M. Safir a dit qu'accorder un rendement total sans préciser la structure du capital aurait pour effet de modifier les risques, et qu'il serait préférable et plus efficace de pouvoir voir les composantes même si les résultats étaient les mêmes.

Pour l'ACPP et l'ACIG, la méthode consistant à considérer séparément le taux de rendement du capital-actions ordinaire et la structure du capital appropriée est utile et pratique, et c'est pourquoi elle devrait être retenue.

7.3 Rajustement du coût structurel de la dette

Présentations de TQM

Dans sa demande, TQM a demandé que son rendement autorisé soit rajusté pour tenir compte de la différence entre le coût de la dette sur le marché de TQM et le coût réel de sa dette[36]. TQM a reconnu qu'une démarche du CMPCAI pure serait basée sur la valeur marchande de chaque composante et ne serait pas rajustée pour tenir compte du coût structurel de la dette. M. Kolbe a indiqué qu'une méthode du CMPCAI pure serait, d'un point de vue économique, supérieure à une méthode hybride qui utilise le CMPCAI et le coût structurel de la dette. Sur le plan conceptuel, selon la méthode du CMPCAI, un service public, selon TQM, reviendrait devant l'organisme de réglementation lorsqu'il y aurait des variations du coût du capital, déterminées par le coût des capitaux propres ou le coût de la dette sur le marché.

---

35 Certaines de ces déductions supposent des structures dites de « cumul d'utilisations ».

36 Le taux d'intérêt inhérent de TQM sur la dette émise à 60 % est de 6,14 %. Une autre tranche (non émise) de 10 % est financée au taux préférentiel moins 0,5 %, c'est-à-dire 5,69 % en 2007 et 5,5 % en 2008. M. Vilbert a utilisé un taux de 5,5 % pour le coût de la dette sur le marché.

Si l'Office décidait d'accorder des rendements sur un CMPCAI fondé sur le marché, y compris le coût de la dette sur le marché, M. Kolbe a exhorté l'Office à penser aux problèmes de transition et à déterminer si la différence entre le coût de la dette sur le marché et le coût structurel de la dette a atteint un degré d'importance au point de nécessiter un rajustement de transition par rapport à la démarche passée. TQM a indiqué que si c'était nécessaire elle accepterait un rendement qui ne tiendrait pas compte de la différence entre le coût structurel de la dette et le coût de la dette sur le marché. TQM a dit que si on lui permettait un CMPCAI avec le coût de la dette sur le marché, elle ne se représenterait pas devant l'Office si le coût du capital devait changer, même si les coûts de sa dette variaient pour 2007 et 2008, vu que la décision en l'espèce est prise sur une base rétrospective.

Présentations des intervenants

M. Booth a dit que l'utilisation d'un CMPCAI unique fondé sur le marché pour déterminer un rendement rendrait le service public responsable du moment de ses émissions obligataires. Si l'on fournissait cette provision implicite pour le coût de la dette sur le marché, cela constituerait une importante rupture par rapport à la pratique réglementaire au Canada et contribuerait à rendre les capitaux propres plus risqués tout en modifiant bien des aspects, comme la volatilité et les bêta observés sur le marché. M. Booth a indiqué que selon le mode traditionnel, les expéditeurs assument le risque que les coûts structurels de la dette dépassent les coûts de la dette sur le marché, et ils sont indemnisés pour ce risque par un coût du capital moins élevé dans les droits. M. Booth a estimé que le transfert du risque à la société pipelinière a des conséquences sur l'utilisation des comptes de report et d'autres composantes du régime de réglementation, et que le risque accru imposé au réseau ne serait pas compensé par des avantages évidents.

L'ACIG a indiqué qu'elle préférait utiliser le coût réel de la dette plutôt que le rajustement aux taux du marché. Cette opinion a été formulée lorsqu'il a été question de continuer à utiliser la méthode actuelle pour déterminer le rendement du capital-actions ordinaire. De même, l'Ontario a évoqué la pratique habituelle de l'Office consistant à autoriser TQM à inclure le coût réel de la dette dans ses besoins en produits qu'elle récupère de ses clients à même les droits, et elle n'a pas d'objection au maintien de cette pratique tout en continuant d'utiliser la formule RH-2-94.

Opinion de l'Office

Pour établir le rendement équitable de TQM pour 2007 et 2008, l'Office a exercé son jugement pour parvenir à une conclusion globale. L'Office n'a pas quantifié les rajustements effectués pour chacun des éléments de la preuve et il n'a pas attribué non plus de degré d'importance relative aux diverses opinions exprimées. La figure 7-1 permet d'avoir un aperçu des facteurs que l'Office a pris en considération et de l'ampleur de leur influence sur la décision de l'Office.

Les facteurs compris dans la figure 7-1 ont été largement débattus dans les sections précédentes. Ayant décidé, tel que mentionné au chapitre 3, de s'écarter de la formule RH-2-94, l'Office a pris en compte l'ensemble de la preuve présentée sur l'estimation du coût du capital. L'Office a examiné

la preuve en fonction du CMPCAI pour rendre une décision sur le rendement équitable en l'espèce.

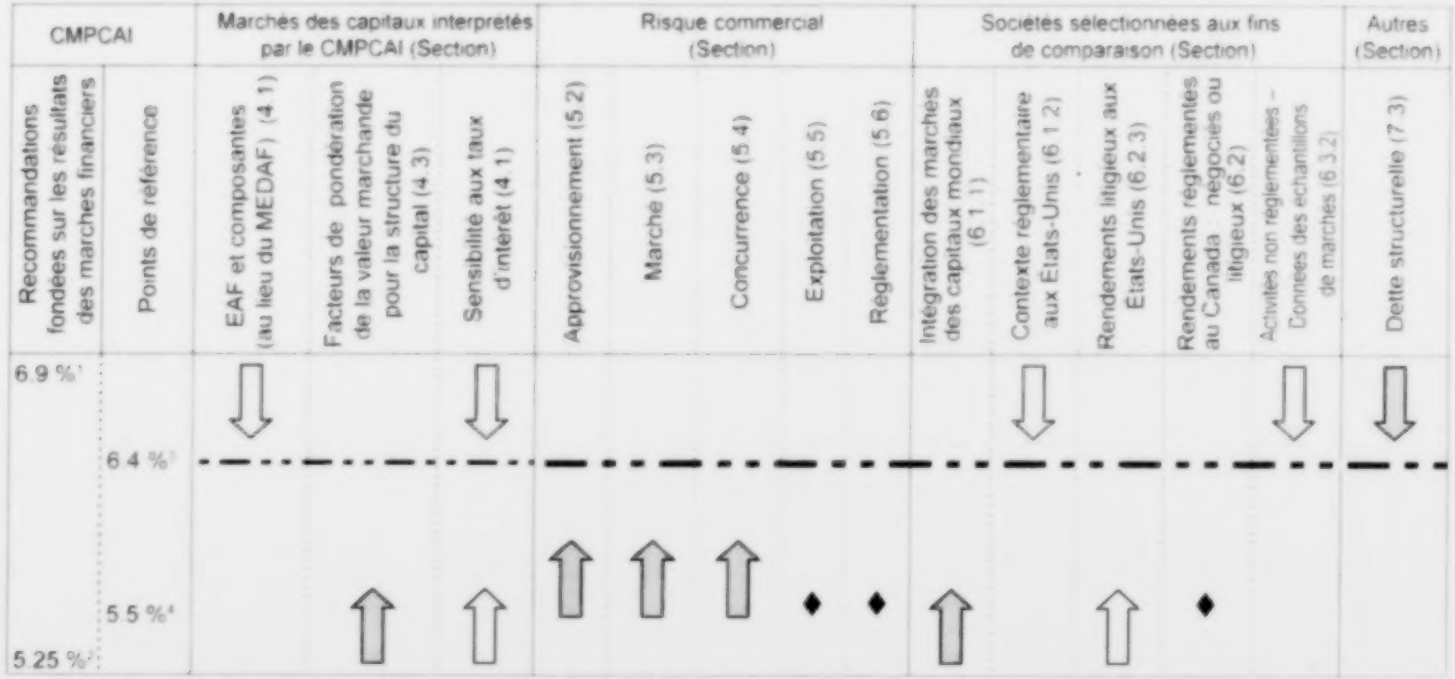
L'Office est d'avis qu'une méthode du CMPCAI permet de comparer sur un pied d'égalité les rendements globaux de sociétés présentant un risque comparable en neutralisant essentiellement l'effet du risque financier découlant des diverses structures du capital. Cette méthode utilise donc à meilleur escient l'information sur les marchés financiers. De plus, elle permet d'obtenir un nombre simple qui s'aligne sur la manière dont bien des entreprises évaluent leurs projets d'immobilisations.

Tel qu'il a été expliqué plus haut, l'Office a recouru au MEAF pour établir le coût des capitaux propres à la valeur du marché. Il juge que la structure du capital à la valeur du marché combine de manière appropriée les coûts estimatifs des capitaux propres à la valeur du marché et le coût de la dette à la valeur du marché, après impôts, afin d'obtenir des CMPCAI estimatifs de sociétés repères. L'Office reconnaît la sensibilité aux taux d'intérêt inhérente aux rendements des services publics réglementés, mais, pour les raisons dont il est question au chapitre 4, il ne s'est appuyé ni explicitement ni exclusivement sur ni l'une ni l'autre des méthodes présentées (bêta rajustés ou modèle bifactoriel) dans la présente instance.

Ces facteurs ont été pris en considération au moment de l'examen des recommandations fondées sur les données des marchés financiers pour les sociétés repères. Ces recommandations figurent dans la première colonne de la figure 7-1. Ce ne sont pas toutefois toutes les sociétés comparables proposées dont le risque est au niveau de celui de TQM, et comme il a été dit au chapitre 6, l'Office a tenu compte de ces différences pour pondérer les coûts estimatifs du capital des divers échantillons.

Selon l'Office, l'interaction de nombreux facteurs dans les marchés du gaz naturel crée le contexte dans lequel évolue le risque commercial auquel TQM est exposée. L'Office estime que les risques d'exploitation et de réglementation de TMQ n'ont pas changé depuis 1994, mais que l'évolution des marchés de consommation du gaz naturel, la concurrence interpipelinière et les changements qui se produisent dans la composition des sources d'approvisionnement se sont conjugués pour accroître le risque commercial de TQM.

Figure 7-1
Illustration des composantes et de leur influence sur la décision de l'Office concernant le rendement total de TQM pour 2007 et 2008



1 Chacun des scénarios demandés par TQM correspond à un CMPCAI de 6,9 % (voir le tableau 7-1).
2 Résultat de la recommandation par l'ACPP de 7,75 % sur 30 à 32 % de capital-actions, si la demande de varier la formule RH-2-94 était acceptée (voir le tableau 7-1).
3 Rendement total établi par l'Office.
4 Le statu quo, avec une proportion de 30 % de capital-actions et la formule RH-2-94. La recommandation par l'ACPP de la formule RH-2-94 sur une proportion de 30 à 32 % de capital-actions, si la demande de varier la formule RH-2-94 était refusée, donnerait un CMPCAI dans la fourchette de 5,4 à 5,6 % (voir le tableau 7-1).

Légende : La grosseur des flèches n'a aucune incidence sur la contribution quantitative à la décision de l'Office. Les flèches sont positionnées pour illustrer le mouvement à partir d'un point de départ.

L'Office n'a pas pris en considération les résultats issus des règlements négociés relatifs aux pipelines canadiens, ni s'est-il fondé sur les rendements autorisés dans le cadre de procédures litigieuses au Canada. Les rendements des titres des services publics canadiens ont toutefois été utiles à l'Office puisqu'ils traduisent l'évaluation par le marché du coût du capital de ces entreprises.

L'Office a jugé que les rendements des titres des sociétés américaines étaient pertinents pour ce qui est du coût du capital des sociétés canadiennes, étant donné que ces rendements constituent une valeur témoin utile pour déterminer les occasions d'investissement dans le contexte d'intégration croissante des marchés financiers mondiaux. Selon l'Office, les marchés du gaz naturel canadien et américain comportent de nombreuses similarités. Par exemple, ils fonctionnent dans un environnement réglementaire similaire. Toutefois, tel qu'il est indiqué au chapitre 6, l'Office a jugé que, règle générale, TQM est exposée à un risque moindre que les sociétés américaines proposées comme étant comparables.

Détermination du rendement équitable

Après avoir minutieusement examiné l'ensemble de la preuve et évalué les facteurs qui influent sur le rendement total de TQM, l'Office a conclu qu'un CMPCAI de 6,4 % sur la base tarifaire est le rendement total équitable de TQM pour 2007 et 2008.

Selon l'Office, le rendement total de 6,4 % sera en concordance avec ceux des pipelines nord-américains qui présentent un risque comparable. Le profil risque-récompense de TQM qui en résultera sera en concordance avec ceux d'autres investissements comparables présentés dans la preuve. En conséquence, l'Office est d'avis que le rendement global de 6,4 % fera en sorte que le rendement total du capital de TQM réponde au critère de l'investissement comparable.

L'Office estime également que le rendement total de 6,4 % aidera TQM à maintenir sa cote de solvabilité en tant qu'entité autonome. L'Office croit donc que TQM continuera à maintenir son intégrité financière et sa capacité d'attirer des capitaux à des conditions raisonnables.

L'Office a déterminé que le rendement total de 6,4 % satisfait à la norme du rendement équitable, dont il a été question au chapitre 2.

Rendement unique fondé sur le marché

L'Office accepte la démonstration de TQM selon laquelle les solutions de structures du capital proposées dans la demande sont chacune à l'origine des mêmes produits et mêmes droits pour un CMPCAI constant fondé sur le marché. Toutes les parties ont indiqué que, pour un CMPCAI donné,

indépendamment de la structure du capital choisie, il ne peut y avoir qu'un seul droit.

L'Office fait remarquer que la provision pour les coûts réels ou les coûts structurels de la dette et la provision pour les impôts sur les bénéfices exigibles estimatifs fondés sur la structure présumée du capital, font partie de l'approche traditionnelle d'établissement des droits, qui tient compte de chacune des composantes du coût du capital. L'Office a toutefois décidé d'établir un rendement global du capital sur la base des principes fondés sur le marché. L'Office ne précise pas la structure du capital de TQM pour 2007 et 2008. Dans cette perspective, l'Office estime qu'un traitement équitable des coûts structurels de la dette consiste à considérer ces coûts comme étant pris en compte dans le CMPCAI fondé sur le marché. À cet égard, l'Office souscrit à l'opinion exprimée par M. Kolbe selon laquelle, sur le plan théorique, c'est la méthode supérieure du point de vue économique[37].

La décision de l'Office d'accorder un rendement global du capital sans préciser la structure du capital a pour effet de transférer à la société pipelinière la décision de déterminer sa structure du capital optimale et de choisir des instruments financiers particuliers sans la surveillance réglementaire. La liberté pour une société de choisir sa structure du capital optimale correspond à la philosophie de l'Office qui consiste à réglementer les sociétés pipelinières en fonction des buts. L'exercice de cette liberté n'aboutit pas, selon l'Office, à un transfert de richesse, et il s'appuie sur le principe de l'entité autonome établi de longue date.

La différence entre le coût de la dette sur le marché et le coût structurel de la dette, en l'espèce, est ténue et ne nécessite donc pas d'envisager une phase d'adaptation ou de transition pour TQM pour 2007 et 2008[38].

Par souci de transparence, l'Office oblige TQM à dévoiler le montant des leviers financiers qu'elle prend en charge dans les structures du capital des propriétaires à la fin de 2008.

---

37 *M. Kolbe* [TRADUCTION] « Une méthode du CMPCAI pure serait, d'un point de vue économique, supérieure à une méthode hybride qui utilise le CMPCAI et le coût structurel de la dette. » Volume 9 des transcriptions, au paragraphe 11562.

38 Afin de faciliter les comparaisons, le tableau ci-après présente des combinaisons de RCA et de composante du capital-actions qui, lorsque jumelées au coût réel de la dette, correspondent au CMPCAI fondé sur le marché de 6,4 % établi par l'Office.

Composante capitaux propres (%)	Rendement du capital (%)
40 (demande de TQM)	9,7
32 (recommandation de l'ACPP)	11,2
50,5	8,46 (avec RCA pour 2007 d'après la formule RH-2-94)
49	8,71 (avec RCA pour 2008 d'après la formule RH-2-94)

Décision

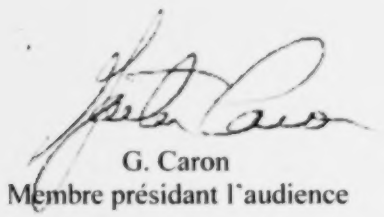
L'Office autorise TQM à inclure dans ses besoins en produits pour 2007 et 2008 une provision pour le coût moyen pondéré du capital après impôt de 6,4 %.

L'Office ordonne à TQM de déposer sa demande de droits définitifs pour 2007 et 2008 en se basant sur cette information, et de signaler le montant des leviers financiers pris en charge par TQM dans les structures du capital des propriétaires à la fin de 2008. L'échéance du dépôt est fixée au 30 avril 2009.

Chapitre 8

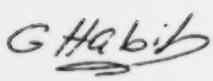
Dispositif

Les chapitres qui précèdent constituent nos Motifs de décision relativement à la demande faisant l'objet de l'instance RH-1-2008.



G. Caron
Membre présidant l'audience

R. George
Membre



G.A. Habib
Membre

Calgary (Alberta)
Mars 2009

Annexe I

Décision 1 – 30 septembre 2008

Hier, l'Office a entendu les présentations de l'avocat de TQM et de l'avocat de l'ACPP concernant l'utilisation qui peut être faite, lors d'une audience, des documents déposés en réponse à des demandes de renseignements, mais qui peuvent être consultés dans une « salle de lecture » aménagée au bureau de l'avocat de TQM.

L'avocat de TQM a déclaré que les documents de la salle de lecture auxquels il a été fait référence durant l'audience peuvent être consultés dans leur totalité dans le dossier en cours d'instance.

L'avocat de l'ACPP a estimé que seules les portions de documents de la salle de lecture portées à l'attention des témoins par un contre-interrogateur et auxquelles les témoins ont ajouté des portions des documents sont considérées comme étant acceptées dans le dossier.

Voici la décision de l'Office en la matière.

L'Office a généralement pour pratique, lorsqu'une partie souhaite utiliser un document en appui à son contre-interrogatoire, à condition que sa pertinence soit établie, de permettre que le document devienne une pièce uniquement pour les extraits qui ont été portés à l'attention des témoins et débattus entre l'interrogateur et les témoins.

En l'espèce, TQM, par les soins de son avocat, a aménagé une salle de lecture pour s'assurer que les documents auxquels il a été fait référence dans les demandes de renseignements, qui autrement seraient déposés dans le dossier et volumineux, restent accessibles à toutes les parties sans que le dossier devienne difficile à manier. L'Office trouve cette approche acceptable et encourage l'idée d'une telle salle de lecture.

Les documents de la salle de lecture, selon l'Office, sont différents de ceux qui sont produits par un contre-interrogateur à l'appui de son contre-interrogatoire. Les documents associés aux réponses aux demandes de renseignements et placés dans une salle de lecture ont été rendus disponibles par le jeu de l'échange de renseignements réalisé dans le cadre de la preuve déposée en réponse aux demandes de renseignements; ils sont mis à la disposition des parties pour qu'elles puissent les examiner avant la tenue de l'audience. Ils constituent essentiellement la preuve de la partie qui répond aux demandes de renseignements.

Comme tel, l'Office estime que les documents ou portions de documents de la salle de lecture reproduits et présentés lors de l'audience aux fins de contre-interrogatoire devraient être admis dans leur totalité. C'est-à-dire que le document en entier ou l'extrait du document si celui-ci est long (comme un manuel) sera considéré comme étant dans le dossier, et non seulement les passages portés à l'attention des témoins.

Le témoin à l'attention duquel le document est porté peut attirer l'attention de l'Office sur d'autres portions du document, soit dans la version de l'extrait produit par le contre-interrogateur, soit, au besoin, en produisant une version plus longue ou différente d'un document cité.

Le contre-interrogateur qui a présenté le document original plus succinct aura la possibilité de contre-interroger le témoin sur d'autres portions du document.

L'Office reconnaît qu'il s'agit en quelque sorte d'une nouvelle façon de procéder en plein milieu de la présente audience. L'Office souhaite donc savoir des parties si elles ont des objections à l'égard des documents présentés jusqu'à présent.

Annexe II

Décision 2 – 2 octobre 2008

Hier, M[e] Yates s'est opposé aux questions de M. Schultz sur la contre-preuve de TQM. La preuve invoquait l'argument de l'ACPP dans une audience de l'EUB en 1994. Cet argument reposait sur la preuve de l'expert de l'ACPP dans cette audience, M. Hugh Johnson.

Selon l'Office, comme la preuve a été présentée comme contre-preuve de TQM, M[e] Schultz est autorisé à contre-interroger à ce sujet.

L'Office fait cependant remarquer que :

- ni TQM ni l'ACPP ne s'appuient sur la preuve de M. Johnson pour la véracité de son contenu;
- M. Johnson n'est pas ici pour soutenir la preuve;
- il y a eu un important laps de temps depuis que la preuve a été déposée et que l'argument reposant sur cette preuve a été exposé, ce qui pourrait signifier que la position de M. Johnson peut avoir changé.

L'Office est par conséquent enclin à donner peu de poids à cette portion de la contre-preuve. L'Office tient également à souligner, pour la gouverne des avocats, qu'il trouve utile ce contre-interrogatoire, qui l'aide à comprendre la preuve présentée devant lui et la position actuelle des parties.

L'Office ordonne aux avocats d'agir en conséquence dans la façon qu'ils contre-interrogent les témoins relativement à cette preuve. M[e] Schultz, si vous avez des questions limitées à ce sujet, vous pouvez les poser.

Annexe III

Décision 3 – 7 octobre 2008

Hier, Me Schultz s'est opposé aux questions que Me Yates a posées au témoin de la politique de l'ACPP concernant l'adoption de la preuve présentée par MM. Booth et Safir comme étant celle de l'ACPP.

Me Schultz a soutenu qu'une partie qui présente une preuve d'expert n'est pas tenue d'accepter cette preuve d'expert comme étant sienne même si elle adopte les conclusions de son expert.

Me Yates a fait valoir que si une partie ne souhaite pas accepter sa preuve d'expert dans sa totalité, cette preuve ne devrait pas être acceptée par l'Office, qui devrait par conséquent la rejeter. Autrement, qu'est ce que la partie voudrait que l'Office fasse de la preuve d'expert qui n'est pas acceptée par la partie qui présence cette preuve?

Les preuves d'expert sont présentées pour deux raisons. D'abord, l'expert peut fournir l'information nécessaire pour une meilleure compréhension des questions techniques dont l'Office est saisi. Ensuite, la preuve de l'expert peut aider l'Office à tirer des conclusions à partir de l'information technique présentée.

Lorsqu'une partie présente une preuve d'expert à l'Office pour qu'il l'analyse, l'Office s'attend à ce que cette partie, en l'occurrence l'ACPP, soit le moindrement d'accord avec la méthode employée par ses experts pour tirer les conclusions sur lesquelles elle s'appuie. Autrement dit, l'Office s'attend à ce que l'ACPP, en cherchant à s'appuyer sur les conclusions de MM. Booth et Safir, ait des vues compatibles avec les opinions et la méthode présentées par ses experts.

Les services d'un expert sont généralement retenus en raison de la complexité de la question en cause. L'Office ne s'attend pas à ce que les experts de la politique de l'ACPP se prononcent sur les détails de la preuve d'expert ou qu'ils défendent les détails présentés dans l'actuelle audience ou dans les audiences à venir.

De plus, si une partie cherchait à discréditer la position de l'ACPP dans une audience à venir en utilisant la preuve d'expert présentée par l'ACPP dans la présente audience, l'Office estime qu'il reviendrait à la partie contestataire de produire le témoin dont elle cherche à démontrer que sa preuve est contradictoire.

Tel qu'indiqué dans la décision antérieure de l'Office dans la présente audience concernant les questions d'un expert de l'ACPP lors d'une audience antérieure, s'il y a eu un important laps de temps depuis le dépôt de la preuve, l'Office comprend que des changements peuvent s'être produits qui ont pu changer l'opinion dudit expert.

L'Office estime que la partie qui a déposé la preuve d'un expert doit cautionner cette preuve dans les paramètres énoncés dans la présente décision.

Me Schultz, souhaitez-vous que les experts de la politique de l'ACPP adoptent la preuve d'expert qu'ils ont cautionnée dans la présente instance? Vous pouvez prendre quelques minutes pour y réfléchir.